

## Valoración de la empresa Palmeras del Llano S.A.

Diana Ximena Guerra Contreras  
Fany Liliana Díaz Velásquez

William Díaz  
Director Trabajo de Grado

Universidad Piloto de Colombia  
Facultad de Ingeniería Financiera  
Especialización en Gerencia y Administración Financiera  
Marzo de 2017

## Contenido

Resumen.....	7
Introducción .....	8
1. Descripción de la Empresa.....	9
1.1 Descripción General.....	9
1.1.1 Nombre de la empresa .....	9
1.1.2 Tipo de empresa.....	9
1.1.3 Ubicación.....	9
1.1.4 Tamaño. ....	9
1.1.5 Visión.....	9
1.1.6 Misión.....	9
1.1.7 Objetivos Estratégicos. ....	10
1.1.8 Ventajas Competitivas.....	10
1.1.9 Descripción de la Industria.....	11
1.1.10 Productos o Servicios.....	13
1.2 El Mercado .....	14
1.2.1 Tamaño del Mercado.....	14
1.2.1.2 Clientes potenciales.....	14
1.2.2 Descripción de la Competencia.....	14
1.2.3 Participación de la empresa y de su competencia en el mercado .....	14
1.3 Proceso de Producción .....	17
1.3.1 Descripción del proceso.....	17
1.3.2 Diagrama del proceso .....	19
1.3.3 Equipos e Instalaciones.....	21
1.3.4 Capacidad Instalada .....	21
1.3.5 Manejo de Inventarios .....	22
1.4 Estructura Organizacional .....	22
1.4.1 Organigrama.....	22
1.4.2 Cuadro informativo de los sueldos y salarios de cada cargo con su carga prestacional.....	22
2. El Problema.....	23
2.1 Justificación.....	23

2.2	Objetivos .....	24
2.2.1	Objetivo general.....	24
2.2.2	Objetivos Específicos. ....	24
2.3	Marco Referencial .....	24
2.3.1	Finanzas. ....	24
2.3.2	Entorno Económico. ....	25
2.3.3	Mercados financieros.....	25
2.3.4	Análisis Financiero. ....	25
2.3.5	Diagnóstico Financiero. ....	26
2.3.6	Planeación Financiera. ....	26
2.3.7	Evaluación de Proyectos.....	26
2.3.8	Modelaje Financiero. ....	27
2.3.9	Finanzas Corporativas. ....	27
2.3.10	Costos. ....	28
2.3.11	Capital de Trabajo.....	28
2.3.12	Valor. ....	28
2.3.13	Rentabilidad.....	28
2.3.14	Eva -Valor Económico Agregado.....	29
2.3.15	Ebitda. ....	29
2.3.16	Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO).....	29
2.3.17	Gestión Basada en Valor. ....	29
2.3.18	Valoración de Empresas. ....	29
2.4	Diagnóstico.....	32
2.4.1	Análisis Cualitativo .....	32
2.4.2	Análisis Cuantitativo .....	33
2.5	Formulación .....	43
3.	Metodología .....	44
3.1	Fase 1. Recolección de información y entendimiento de la empresa.....	44
3.1.1	Levantamiento de información legal y financiera. ....	44
3.1.2	Visita de presentación y acercamiento inicial. ....	44
3.2	Fase 2. Diagnóstico financiero .....	45
3.2.1	Análisis Financiero inicial. ....	45
3.2.2	Identificación de inductores de valor.....	45
3.2.3	Reunión con Dirección Financiera para aprobación de cronograma. ....	45

3.2.4	Visita a plantaciones, planta de producción y refinación. ....	45
3.2.5	Ajustes iniciales y resultado de visitas. ....	46
3.3	Fase 3. Definición de estrategias de generación de Valor.....	46
3.3.1	Formulación de premisas. ....	46
3.3.2	Medición y análisis de impactos. ....	46
3.4	Fase 4. Diseño, desarrollo y validación del modelo Financiero en Excel...46	
3.4.1	Montaje información base. ....	47
3.4.2	Construcción del modelo financiero. ....	47
3.5	Fase 5. Sustentación del trabajo ante la empresa y ante el jurado de la Universidad. 48	
4.	Resultados .....	48
4.1	Recomendaciones.....	48
4.2	Supuestos Macroeconómicos .....	49
4.3	Supuestos para la proyección de los Estados Financieros.....	50
4.3.1	Proyección de ventas. ....	50
4.3.2	Proyección de las productividades de cultivo.....	50
4.4	Flujo de Caja Proyectado .....	50
4.5	Estado de Resultados Proyectado.....	51
4.6	Balance General Proyectado .....	52
4.7	Indicadores financieros proyectados .....	52
4.8	Valor de Mercado de Palmeras del Llano S.A. ....	54
5.	Conclusiones .....	56
6.	Recomendaciones .....	57
7.	Bibliografía .....	58
8.	Anexos .....	60
8.1	Organigrama PALMERAS DE LLANO S.A. ....	60
8.2	Consolidado de nómina anual a diciembre de 2015.....	61

## Índice de Tablas

Tabla 1 - Etapas y productos en la cadena productiva que se deriva del cultivo de aceite de palma. Fuente: Fedepalma .....	11
Tabla 2 - Evolución histórica del área sembrada con Palma de Aceite en Colombia. Fuente: Fedepalma – Sispa(2017).....	12
Tabla 3 – Evolución histórica anual de las Ventas de Aceite de Palma en Colombia. Fuente: Fedepalma–Sispa .....	12
Tabla 4 – Clientes actuales Palmeras del Llano S.A. Fuente: Palmeras del Llano S.A....	14
Tabla 5 – Principales países productores de Aceite de Palma. Fuente: FAOSTAT/ © FAO Dirección de Estadística 2013   21 enero 2013/* = Cifras no oficiales   [ ] = Datos oficiales   F = Estimación FAO(2017).....	15
Tabla 6 – Ventas anuales mercado nacional. Fuente: Elaboración propia con datos tomados de la Superintendencia de Sociedades y Fedepalma (Cifras expresadas en millones de pesos)(2016).....	16
Tabla 7 – Capacidad instalada Palmeras del Llano S.A. Fuente: Palmeras del Llano S.A. ....	21
Tabla 8 – Flujo de Caja para los años comprendidos entre 2011 y 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	39
Tabla 9- Cálculo EBITDA de los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	41
Tabla 10 - Cálculo Márgen EBITDA de los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.....	41
Tabla 11 - Cálculo KTNO de los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	41
Tabla 12 - Cálculo Productividad del KTNO de los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	42
Tabla 13 - Cálculo Palanca de Crecimiento para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	42
Tabla 14 – Estructura de Caja para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.....	42
Tabla 15 – Cobertura de intereses para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.....	43
Tabla 16 – Múltiplo de deuda para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.....	43
Tabla 17 – Problema y estrategia identificado a partir de los hallazgos del diagnóstico financiero para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.....	<b>¡Error! Marcador no definido.</b>
Tabla 18 – Indicadores económicos (Macro y Micro). Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Banrep, Dane y Damodaran. ....	49
Tabla 19 – Participación porcentual de productos dentro de las ventas totales. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	50

## Índice de Ilustraciones

Ilustración 1 – Participación de los países productores de Aceite de Palma en el mercado mundial. Fuente: Elaboración propia con datos tomados de FAOSTAT .....	15
Ilustración 2 – Participación mercado nacional. Fuente: Elaboración propia con datos tomados de la Superintendencia de Sociedades y Fedepalma .....	16
Ilustración 3 – Mapa de procesos de Palmeras del Llano S.A. Fuente: Palmeras del Llano S.A.(2014).....	19
Ilustración 4 – Proceso productivo global. Fuente: Cenipalma (2017).....	20
Ilustración 5 Balance General de los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA. ....	33
Ilustración 6 Estado de resultados de los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA. ....	36
Ilustración 7 Flujo de caja libre de los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA. ....	38
Ilustración 8 Variación de Capital de Trabajo y CAPEX para los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA. ....	40
Ilustración 9 EBITDA de los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA. ....	40
Ilustración 10 – Flujo de caja proyectado 2016-2021. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.....	51
Ilustración 11 – Estado de Resultados Proyectado 2016-2021. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.....	51
Ilustración 12 – Balance General Proyectado. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	52
Ilustración 13 – Indicadores financieros de liquidez y apalancamiento proyectados. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	53
Ilustración 14 – Indicadores financieros Margen bruto, Ebitda y Neto proyectado. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	53
Ilustración 15 – Indicadores financieros ROA y ROE proyectados. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.....	54
Ilustración 16 – Indicadores financieros de cobertura de servicio de la deuda proyectados. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	54
Ilustración 17 - Valor de la empresa por descuento de flujos y con valor terminal calculado por el método de crecimiento constante. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A. ....	55

## **Resumen**

Diagnosticar y evaluar acertadamente una compañía que busca periodo a periodo un desarrollo financiero constante y sostenible para satisfacer los objetivos de sus dueños, accionistas y socios quienes intervienen e interactúan a la espera de resultados favorables, es una de las premisas más importantes de nuestra valoración de empresa. Del buen desarrollo de estos depende apoyar la adecuada y oportuna toma de decisiones para alcanzar favorablemente los objetivos financieros de largo y corto plazo de cara al desempeño económico del entorno en el futuro.

Como resultado, se espera garantizar a la Gerencia de Palmeras del Llano SA un análisis, diagnóstico financiero, formulación de estrategias y la aplicación de un modelo financiero en Excel acorde a las mismas, que permita determinar y analizar la salud financiera para llegar así a la estimación de un valor razonable en el mercado, bajo la metodología de creación de valor o gestión basada en el valor.

Palmeras del Llano S.A. es una empresa agroindustrial dedicada al cultivo de palma aceitera, producción de aceite y comercialización de fruto, aceite de palma y sus subproductos. Con más de 65 de años de experiencia en el desarrollo de su actividad y con una amplia proyección en el mercado, dada su experiencia en la producción de sus productos y su madurez corporativa.

Como punto de partida se realizó un acercamiento a la planta física para identificar aspectos cualitativos como su entorno socio-económico, su estructura organizacional, su cadena de producción, riesgos laborales, ambientales y ciclos contables y como información cuantitativa se partió de información financiera de los periodos comprendidos entre el 2011 y 2015.

**PALABRAS CLAVE:** Entorno Económico, Diagnostico Financiero, Planeación Financiera, Modelaje Financiero, Finanzas Corporativas, Gestión Basada en el Valor.

## Introducción

La palma de aceite (*Elaeisguineensis*) fue introducida en Colombia hace más de 80 años bajo la filosofía de que el país necesitaba estructurar las bases para lograr su autoabastecimiento en materia de aceites y grasas.

En el año de 1962 se constituye la Federación Nacional de Cultivadores de Palma de Aceite, Fedepalma, con el ánimo de organizar la representación y la interlocución de las primeras plantaciones de palma africana de aceite sembradas entre los años 1950 y 1960.

Para la década de 2000, los cultivos de palma de aceite superaban las 170.000 hectáreas sembradas. Hacia el año 2014, se contaba con cerca de 500.000 hectáreas sembradas, la industria de la palma de aceite ya era considerada como líder en la provisión de aceites y grasas en el mundo, así como uno de los sectores con mayor potencial de crecimiento por su versatilidad y diversidad en la producción de derivados.

Palmeras del Llano S.A. es un fiel exponente de la producción palmífera en Colombia y a través de su trayectoria ha venido impulsando el crecimiento y desarrollo de la región donde se ubican las cerca de 10.000 hectáreas de siembra de Palma de Aceite, específicamente en el municipio de Acacías, departamento del Meta. Sus inicios en la industria se remontan al año 1950, constituida como Palmar del Llano S.A. y dedicada al cultivo de la palma de aceite; posteriormente, hacia el año 1984 se crea Palmeras del Llano S.A., empresa dedicada no solo a labores de cultivo, sino que incorpora dentro de su actividad industrial los procesos de extracción y refinación del aceite de palma.

El presente trabajo pretende calcular el valor razonable de Palmeras del Llano S.A. a corte del 31 de diciembre de 2015 y teniendo en cuenta la información recopilada tanto en las entrevistas realizadas con los directivos de la organización como en la visita a los cultivos y la planta de producción.

Para cumplir con el objetivo planteado se dará una mirada al entorno de Palmeras del Llano S.A., las condiciones actuales del mercado, las tendencias del sector en los últimos años y la proyección a mediano y largo plazo dentro de la economía colombiana. Igualmente, se realizará un diagnóstico de las cifras que muestran los Estados Financieros de los años 2011 a 2015, con el fin de identificar posibles debilidades en la estructura financiera de la organización y/o cualquier otro aspecto relevante que esté afectando la generación de valor o que puedan afectarlo en el futuro.

Luego del diagnóstico inicial y tomando como base algunos supuestos, se procederá a elaborar un modelo de valoración que se ajuste a las necesidades del Palmeras del Llano S.A. y enmarcado bajo los lineamientos entregados por los docentes de la Especialización en Gerencia y Administración Financiera. Se espera lograr la aplicación adecuada de los conceptos adquiridos y una aproximación al valor de Palmeras del Llano S.A. que pueda apoyar la toma de decisiones estratégicas de la compañía para períodos posteriores.



## 1. Descripción de la Empresa

### 1.1 Descripción General

**1.1.1 Nombre de la empresa.** Palmeras del Llano S.A.

**1.1.2 Tipo de empresa.** Sociedad Anónima - S.A. Empresa agroindustrial dedicada al cultivo de palma aceitera, producción de aceite y comercialización de fruto, aceite de palma y sus subproductos.

**1.1.3 Ubicación.** La compañía tiene ubicadas sus oficinas en Bogotá en la Carrera 106 No. 17B - 86 Of. 202, Fontibón. Las siembras, planta de producción, laboratorio y oficinas, se encuentran ubicadas en el kilómetro 17 vía Dinamarca, en la población de Acacias, departamento del Meta.

**1.1.4 Tamaño.** La siguiente información es tomada de los Estados Financieros con corte al 31 de diciembre de 2015 y suministrada por la dirección financiera de Palmeras del Llano S.A. con vigencia 2015:

Activos:	\$111.458.316.000
Ventas:	\$ 53.275.132.000
Número de empleados:	690
Tamaño de la empresa según Ley 905 de 2004:	Gran Empresa

**1.1.5 Visión.** Palmeras del Llano S.A. une todos sus esfuerzos y estrategias para lograr en el 2025:

- No. de hectáreas: 7.500 hectáreas efectivas.
- Entre renovación y siembras nuevas de 300 hectáreas por año.
- Productividad: 25 Ton por Hectárea para edad adulta. (Adulta son mayores a 10 años)
- Capacidad en planta a 50 ton/H en 2025.
- Ambiental: construcción de todas las obras de infraestructura para garantizar el cumplimiento de requisitos legales.
- Certificación en Sistemas de gestión (ISO 9001, 14000 y otros).
- Continuar con innovación (desarrollo tecnológico). (PALMERAS DEL LLANO S.A., 2014)

**1.1.6 Misión.** Palmeras Del Llano S.A es una empresa agroindustrial dedicada al cultivo de palma aceitera, producción de aceite y comercialización de fruto, aceite de palma y sus subproductos. Que respeta el medio ambiente y cuenta con la valiosa participación de su recurso humano. Produce bienestar a sus colaboradores y proveedores, rentabilidad a los accionistas y contribuye con el desarrollo económico de Colombia. Genera productos de buena calidad para aumentar la satisfacción del cliente y promueve el desarrollo socio-cultural de la región.

### **1.1.7 Objetivos Estratégicos.**

1. Superar problemas de tipo fitosanitario
2. Aumentar la productividad por hectárea
3. Identificar oportunidades y riesgos del negocio
4. Adoptar y renovar modelos de producción sostenibles que optimicen los recursos, en armonía con el medio ambiente.
5. Crear una sinergia entre los beneficios empresariales y la satisfacción de todas las partes involucradas.
6. Implementar constantemente estrategias para trascender en el mercado globalizado.

**1.1.8 Ventajas Competitivas.** Palmeras de Llano SA es una empresa que por su compromiso de desarrollo sostenible, enmarcado en una responsabilidad social y ambiental, ha logrado una ejecución sólida en sus procesos de producción y calidad, aunque actualmente se encuentran en una etapa de estabilización financiera dada por su reestructuración organizacional, su equipo financiero se ha visto obligado a planear y proyectar estrategias de largo plazo que les permita mejorar su flujo de caja, reinvertir y expandir su negocio a futuro.

A pesar de este comportamiento financiero, Palmeras del Llano es una empresa con gran experiencia y proyección en el mercado Agrícola de Palma, lo que les permite tener una participación importante en el mercado ya que este es un negocio que obliga a tener madurez en el mismo, dada por el tiempo de retorno de la inversión, pues una palma no produce durante su proceso inicial de crecimiento y en etapa joven solo produce menos de la mitad de lo esperado en etapa adulta, lo cual puede suceder pasados 15 años después de su inversión inicial.

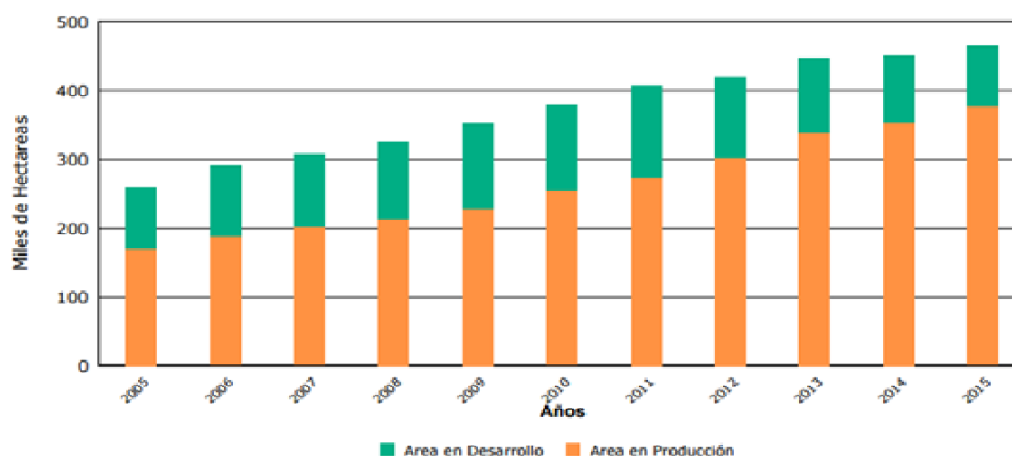
Para esto, actualmente Palmeras del Llano S.A. decidió invertir en cultivos nuevo después de 2018, ya que una inversión actual impactaría enormemente su caja.

Su principal producto, el aceite crudo de palma, es un producto agrícola muy atractivo debido a que de su proceso industrial se derivan múltiples productos que tienen cabida en el mercado.

ETAPAS	Agroindustria		Industria de aceites y grasas
	Fase agrícola	Fase industrial primaria	Fase industrial avanzada
	Cultivo	Beneficio	Transformación industrial primaria
PRODUCTOS	Fruto	Aceite de Palma RBD (Granel) Oleína de palma Estearina de palma Ácidos grasos	Aceites comestibles Margarinas Grasas para freír Grasas para hornear Grasas para confitería Grasas para helados Vanaspati Jabones Alimentos concentrados para animales Alcoholes Combustibles Emulsificantes
	Almendra de palma o palmiste	Torta de palmiste Aceite de palmiste Oleína de palmiste Estearina de palmiste	

Los frutos extraídos otorgan igualmente beneficios y productos novedosos a industrias que requieren de productos similares como insumos para el desarrollo de sus productos terminados. Por ejemplo, los biocombustibles.

**1.1.9 Descripción de la Industria.** El comportamiento de los últimos 10 años de las áreas sembradas con palma de aceite en Colombia es creciente y sostenible, se observa una tendencia evolutiva del área sembrada que pasó de 405.656 a 466.185 durante los últimos 5 años, sin embargo, se destaca que el crecimiento más importante se encuentra en las áreas de producción que en desarrollo, siendo estas últimas las que presentan un decrecimiento durante los últimos cinco años.



Hectáreas	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Desarrollo	90.307	103.013	104.198	112.182	123.893	123.848	132.464	117.490	107.682	96.568	88.523
Producción	169.444	188.816	203.284	213.145	228.111	255.766	273.192	302.381	338.693	353.566	377.662
Total Siembras	259.751	291.831	307.482	325.327	352.004	379.611	405.656	419.871	446.375	450.131	466.185

Tabla 2 - Evolución histórica del área sembrada con Palma de Aceite en Colombia. Fuente: Fedepalma – Sispa (2017)

El mercado palmicultor ha sido destacado, ya que de la extracción del fruto de la Palma se desliga la cadena de producción de varios productos, subproductos o materias para la producción de otros tantos, razón por la cual el área de cultivo y sobre todo el de producción ha experimentado una expansión constante.

Así mismo, la evolución que se evidencia en los últimos cinco años, de 2011 a 2015, presenta un crecimiento constante en las ventas anuales de aceite de Palma en Colombia, destacándose principalmente el último periodo (2014-2015), pasando de 1150 a 1220 toneladas año, respectivamente.

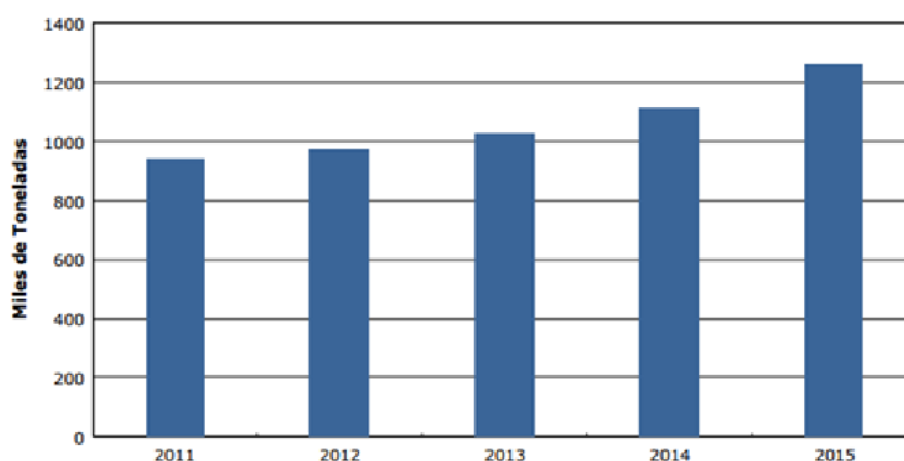


Tabla 3 – Evolución histórica anual de las Ventas de Aceite de Palma en Colombia. Fuente: Fedepalma– Sispa

Aunque el sector presenta un crecimiento, producción y ventas constantes, el cultivo de palma de aceite es un negocio de tardío rendimiento, que tiene en promedio una vida útil de 25 a 30 años de los que se pueden obtener un rendimiento de entre 35 a 40 toneladas por Hectáreas/año. Lo cual podría representar una amenaza financiera durante el proceso de siembra y crecimiento de la palma.

Colombia en el mercado internacional de la Palma, es tomador de precios, debido a que nuestra representación en el mercado mundial no alcanza a influir en las variables de oferta y demanda de aceites vegetales, efecto por el cual el precio nacional del aceite de palma crudo depende del precio internacional.

#### **1.1.10 Productos o Servicios**

##### *a. Aceite Crudo de Palma*

Es un aceite de origen vegetal, se obtiene del fruto de la palma de aceite. Su color es rojo, su forma es líquida o semisólida de acuerdo a la temperatura en la que se encuentre. Es utilizado como materia prima para la producción de aceites para mesa y cocina, margarinas y grasas industriales y para la producción de Biodiesel.

##### *b. Almendra de Palma*

La almendra de palma es un subproducto del fruto de la palma aceitera, representa alrededor de un 5% del peso total. De la almendra se obtiene el aceite crudo de palmiste y la torta de palmiste.

##### *c. Aceite Refinado*

El Aceite Refinado de Palma es de color amarillo, se obtiene al pasar el aceite crudo por un proceso de desgomado, desodorización y blanqueo, el proceso de refinación permite que el aceite tenga las características principales para ser consumible.

##### *d. Aceite de Palmiste*

Se obtiene de la almendra del fruto de palma africana, se utiliza por lo general para realizar jabones de tocador, cosméticos y para algunas margarinas. Es de color amarillo forma líquida o semisólida de acuerdo a la temperatura en la que se encuentre.

##### *e. Fruta de Palma*

El Fruto de palma africana es de color rojo y amarillo y sus partes son: estigma, exocarpo, mesocarpo o pulpa, endocarpo o cuesco, endospermo o almendra y embrión. El cultivo de fruto de palma es de tardío rendimiento, para obtener un buen fruto de palma se debe velar por unas buenas condiciones ambientales, de sanidad, de hidratación y de mantenimiento del cultivo.

*f. Servicio de Maquila de Aceite*

Brindan el servicio de maquila de aceite para sus clientes.

*g. Servicio de Maquila de Fruta*

Brindan el servicio de maquila de fruta para sus clientes.

## **1.2 El Mercado**

### **1.2.1 Tamaño del Mercado.**

#### ***1.2.1.1 Clientes actuales.***

Nombre del Cliente	% Part.
DUQUESA S A	73,95%
C I ACEPALMAS A	9,26%
C.I. BIOCOSTA S.A.	8,19%
C.I. SOCIEDAD INDUSTRIAL DE GRASAS VEGETALES SIGRA S.A.	5,23%
HADA S.A.	2,77%
Otros clientes ocasionales	0,60%
<b>Total General</b>	<b>100,00%</b>

*Tabla 4 – Clientes actuales Palmeras del Llano S.A. Fuente: Palmeras del Llano S.A.*

**1.2.1.2 Clientes potenciales.** Palmeras del llano tiene un modelo de negocio horizontal con Duquesa, donde éste último es su cliente potencial y principal ya que toda la producción va dirigida a él. Sin embargo, para mayor información es posible consultar la página web de la Federación Nacional de Cultivadores de Aceite de Palma Fedepalma.

**1.2.2 Descripción de la Competencia.** En Colombia actualmente hay 27 plantas de beneficio de fruto de palma de aceite, dentro de las cuales se encuentran:

Aceites Manuelita S.A.  
Inversiones la Mejorana S.A.  
Alianza Oriental S.A.  
Hacienda la cabaña S.A.

**1.2.3 Participación de la empresa y de su competencia en el mercado.** El mercado de aceite de palma a nivel mundial está mayormente representado por Indonesia con un 46,36% y Malasia con un 40,88%, ocupando así estos dos un 87,23% sobre el total del mercado mundial, lo que deja una pequeña participación para el resto de representantes, sin embargo, Colombia con una participación del 2,03% ocupa el quinto (5) puesto entre los 10 mayores productores del mundo.

No.	País	Producción (Ton)	Observaciones
1	Indonesia	21.449.000	*
2	Malasia	18.912.000	*
3	Tailandia	1.530.000	*
4	Nigeria	1.350.000	F
5	Colombia	941.400	*
6	Alemania	555.165	
7	Papua Nueva Guinea	520.000	*
8	Côte d'Ivoire	400.000	*
9	Honduras	320.000	*
10	Ecuador	289.900	F

Tabla 5 – Principales países productores de Aceite de Palma. Fuente: FAOSTAT/ © FAO Dirección de Estadística 2013 / 21 enero 2013/\* = Cifras no oficiales / [ ] = Datos oficiales / F = Estimación FAO(2017)

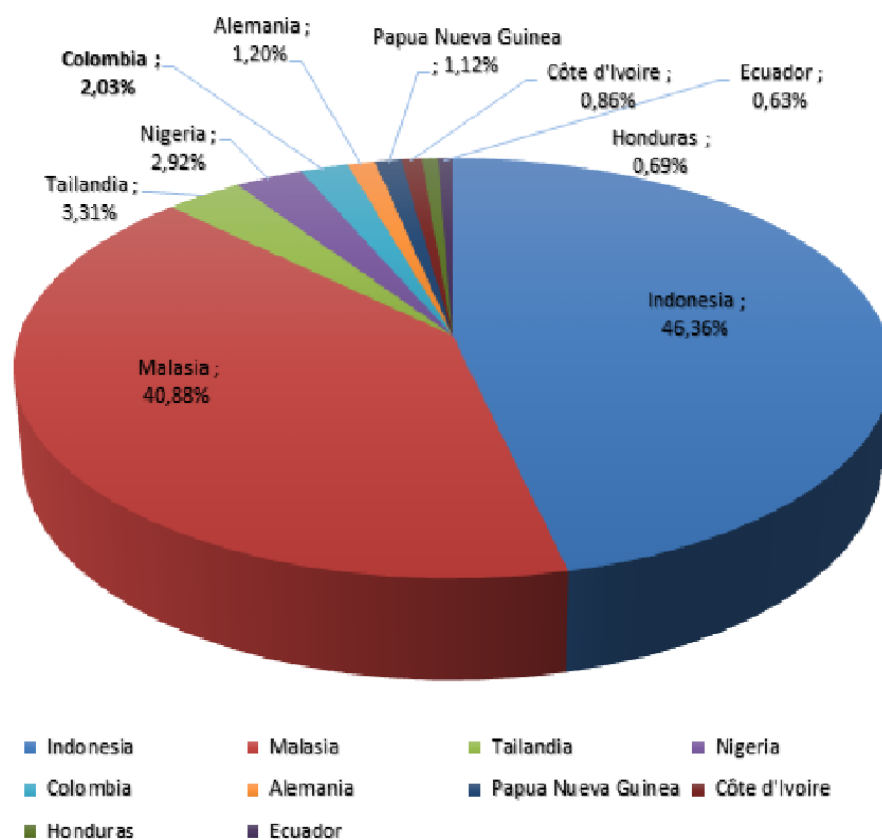


Ilustración 1 – Participación de los países productores de Aceite de Palma en el mercado mundial. Fuente: Elaboración propia con datos tomados de FAOSTAT

Basados en datos a 2015, se observa que la producción de aceite de palma en Colombia está representada en diversas regiones del país y por cerca de 46 empresas dedicadas a esta actividad, Palmeras del Llano SA ocupando el puesto número 12, tiene una representación del 2,44%, aceites Manuelita con 15, 69% y Oleoflores SAS con el 12,08% como sus competidores más significativos en el mercado.

Sin embargo, más del 50% de las empresas productoras tienen una participación por debajo del 1%, por lo que Palmeras del Llano SA tiene una importante participación en el mercado.

RAZON SOCIAL	INGRESOS ANUALES
ACEITES MANUELITA S.A.	329.265.194
ACEITES S.A.	78.848.050
EXTRACTORA CENTRAL S.A.	96.701.448
GRASAS Y DERIVADOS S.A.	77.853.187
GUAICARAMO S.A.	81.225.055
HACIENDA LA CABAÑA S.A.	60.674.745
INDUSTRIAL AGRARIA LA PALMA LTDA INDUPALMA LTDA	122.794.928
OLEOFLORES S.A.S	253.558.196
OTROS	754.197.228
PALMAS DEL CESAR S.A.	72.185.546
PALMERAS DE LA COSTA S A	65.655.379
PALMERAS DE PUERTO WILCHES S.A	54.313.248
PALMERAS DEL LLANO S.A.	51.279.870
<b>Total general</b>	<b>2.098.552.074</b>

Tabla 6 – Ventas anuales mercado nacional. Fuente: Elaboración propia con datos tomados de la Superintendencia de Sociedades y Fedepalma (Cifras expresadas en millones de pesos)(2016)

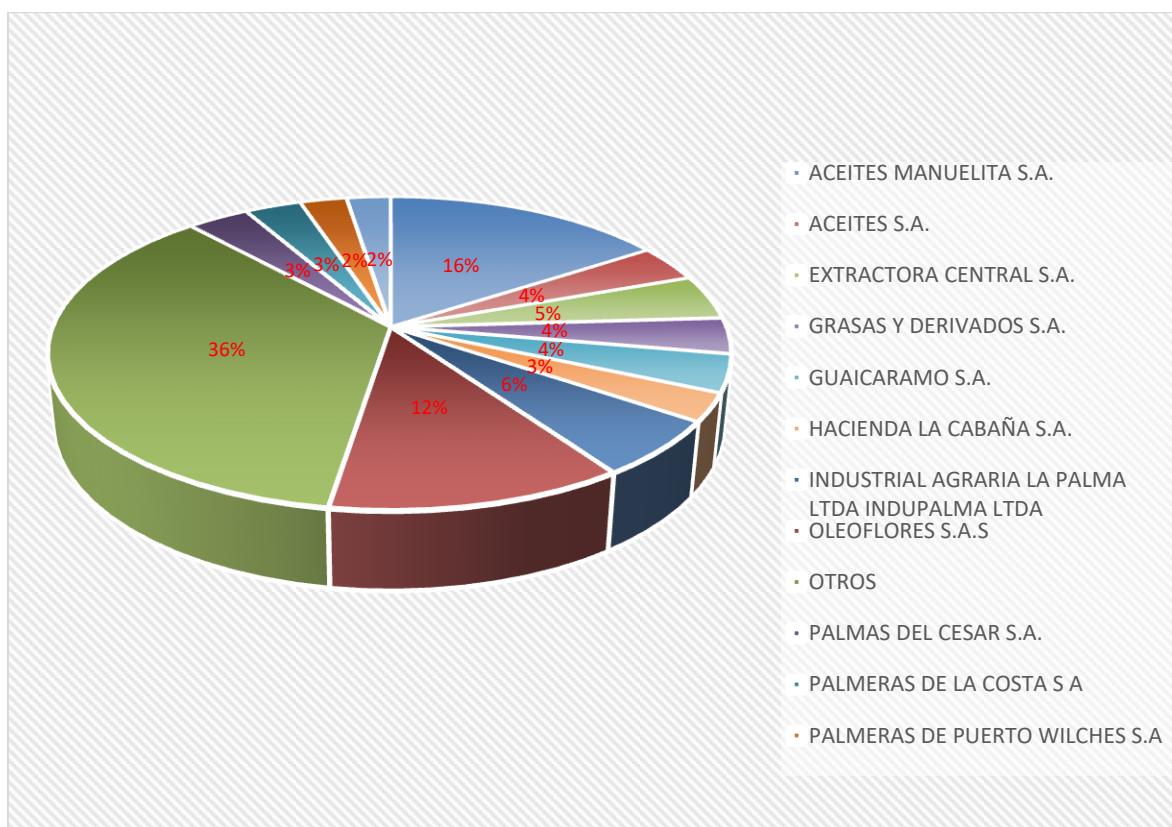


Ilustración 2 – Participación mercado nacional. Fuente: Elaboración propia con datos tomados de la Superintendencia de Sociedades y Fedepalma



### 1.3 Proceso de Producción

**1.3.1 Descripción del proceso.** El proceso de extracción de aceite de palma y otros derivados, son procesos que se podrían retrotraer hasta la actividad de corta de la fruta, el amontonamiento y transporte posterior a la planta de extracción, el cual se hace en camiones de carga. Los cuales llegan a la planta y se genera el proceso de descarga posterior al pesado de la fruta dándose una secuencia en el proceso que se describe continuación:

**1.3.1.1 Recolección y transporte.** El procedimiento de recolección lo realiza una cuadrilla capacitada para bajar apropiadamente de la palma el fruto e iniciar el llenado de los camiones (volquetas), una vez llenas de fruta son llevadas al punto de descargue para iniciar su proceso Refinado Blanqueado y Desgomado (RBD).

En el punto de descargue, se compilan aproximadamente 2,5 T.M para iniciar la primera etapa, estas son transportadas por una banda que ingresa y sube el fruto a la planta.

**1.3.1.2 Esterilización de fruta.** La esterilización es la primera etapa y posiblemente la más importante del proceso de extracción del aceite de palma. Los objetivos primordiales son:

1. Inactivar las enzimas que causan el desdoblamiento del aceite y en consecuencia el incremento del porcentaje de ácidos grasos libres.
2. Acelerar el proceso de ablandamiento de la unión de los frutos con su soporte natural (raquíz o tuza).
3. Disminuir la resistencia de los tejidos de la pulpa para lograr el fácil rompimiento de las celdas de aceite durante los procesos de digestión y prensado.
4. Deshidratar parcialmente las almendras contenida en la nuez, para facilitar su recuperación posterior.

El proceso de esterilización se lleva a cabo, generalmente sometiendo los racimos de fruto fresco de palma a la acción de vapor de agua en recipientes cilíndricos horizontales (autoclaves), en donde los factores principales son el tiempo de cocción y la temperatura, dependiendo del tamaño de los racimos y del grado de madurez del racimo. Luego que un grupo de 8 góndolas es llenado se procede a introducirlos en la autoclave, luego de haber cerrado la puerta se procede a abrir la válvula de alimentación de vapor que será suministrado a una presión de 45 psi (libras por pulgada cuadrada; por sus siglas en inglés) saturado y no seco. La fruta se mantiene por un periodo de 90 minutos dentro del autoclave de los cuales se aplican lo que se denomina pico, los primeros 45 minutos se procede a eliminar el aire y bajar y subir la presión 5, 10 y 15 minutos para finalmente tener un pico a presión constante de 45 psi y una temperatura aproximada de 147 grados centígrados para luego utilizar 15 minutos en cargue y descargue del esterilizador. Se pierde un 1 % en humedad y grasa

**1.3.1.3 Desfrutado.** Luego de haber esterilizado los racimos se procede a separar el fruto del racimo esto se hace en un tambor rotatorio, el fruto se separa para luego enviarlo al digestor por medio de un elevador y el racimo vacío es llevado al campo para utilizarlo como abono orgánico. Se produce el racimo vacío cómo desecho que representa 23 % sobre fruta.

**1.3.1.4 Digestión.** El fruto es depositado en un cilindro llamado digestor el cual presenta unas paletas en las cuales va a macerar el fruto por medio de la agitación circular, además se le aplica vapor a 45 psi, esto ayuda a que las células de aceite se desprendan del fruto y la recuperación del aceite en el momento del prensado sea eficiente.

**1.3.1.5 Prensado.** El fruto ya digerido se procede a prensarlo. En esta etapa se le aplica agua a la salida del digestor y en la parte inferior de la prensa con el fin de lavar las fibras y lograr que la extracción del aceite sea lo más eficientemente posible y mantener las pérdidas de aceite dentro de los estándares, además de dar la dilución adecuada para realizar la separación en la sección de clarificación. La eficiencia del prensado depende de dos factores; la presión adecuada aplicada a los conos de los tornillos y el estado de por desgaste de canastas tornillos y conos, además de la buena digestión que se hizo. Del prensado se producen dos efluentes uno sólido y otro líquido, el sólido está compuesto por la semilla del fruto y las fibras producidas en el proceso de prensado, el líquido va a ser una mezcla aceite – agua – lodos. Representa 60 % sobre fruta, además se produce 6 % de semilla (4% almendra y 2% de cáscara) el 9 % es fibra.

**1.3.1.6 Clarificación.** El aceite crudo de Palma, proveniente del prensado del mesocarpio del fruto de la palma de aceite contiene cantidades variables de impurezas de tipo vegetal (solubles e insolubles), arena y agua, que deben ser removidos con el fin de dar al producto terminado claridad, estabilidad y buena apariencia, lo anterior se logra mediante el clarificado del licor por decantación y centrifugado. Debido a que el aceite crudo de Palma Africana es altamente viscoso, se hace necesario adicionar suficiente agua de dilución para lograr una buena separación del aceite y lodos. La adición de agua a 90 °C ayuda a obtener aceite en volumen del 35 a 40 % y lograr un rápido decantado. Ya en la sección de clarificación, la mezcla aceite – agua – lodos es pasada por un proceso de desarenado con el fin de remover las arenas y tierras. Luego del desarenado, la mezcla aceite – agua – lodos pasa al tamizado cuya función es remover una alta cantidad de sólidos con un mínimo de arrastre de aceite y lograr la máxima reducción en la viscosidad con una mínima reducción en el tamaño de las gotas de aceite. Después de haber tamizado la mezcla se procede a elevar la temperatura de la mezcla llevándola a 95– 98 grados, por medio de un recalentador que se instala a la entrada al clarificador, luego de calentado el aceite pasa al tanque clarificador donde se le aplica agitación constante con el fin de acelerar la separación de la mezcla, el clarificador cuenta además con serpentines de vapor que logran mantener las temperaturas y así lograr una separación eficiente, el aceite ya separado de las otras fases es decantado y enviado a un tanque de aceite el cual cuenta con serpentines para mantener la temperatura a 80 grados, este aceite decantado se le elimina la humedad en una unidad de vacío, para luego ser almacenado a una humedad no mayor al 0.20 % y una temperatura no mayor de 50 grados. Los lodos de la clarificación son depositados en un tanque para luego procesarlos en las centrífugas y así recuperar el aceite contenidos en ellos (aceite recuperado), este lodo centrifugado es mandado a los florentinos donde se trata de recuperar el aceite residual, y luego se manda a las lagunas de tratamiento.

**1.3.1.7 Palmistería.** La mezcla sólida del prensado es separada por medio de una columna de aire la cual separa las fibras y las enviará a la caldera por medio de transportador sinfín para ser utilizadas como combustible en las calderas la semilla o nuez es mandada a los quebradores donde se clasifica por tamaño y es alimentada a cualquiera de los tres quebradores, después de quebrada la nuez se procede a separar la almendra de la cáscara por medio de un

ciclón, la almendra es mandada a un secador donde se le elimina la humedad para luego ser almacenada con una humedad no mayor del 5 % y la cáscara es enviada por medio de un transportador sinfín a la caldera para ser utilizada como combustible. La almendra producida se prensa y se extrae 40 % de aceite sobre almendra y 50 % harina sobre almendra y un 10 % humedad sobre almendra.

### 1.3.2 Diagrama del proceso



PLA-MP-01 Mapa de Procesos de Palmeras del Llano S.A – Versión: 6 – Fecha de Emisión: 24/03/2015

*Ilustración 3 – Mapa de procesos de Palmeras del Llano S.A. Fuente: Palmeras del Llano S.A.(2014)*

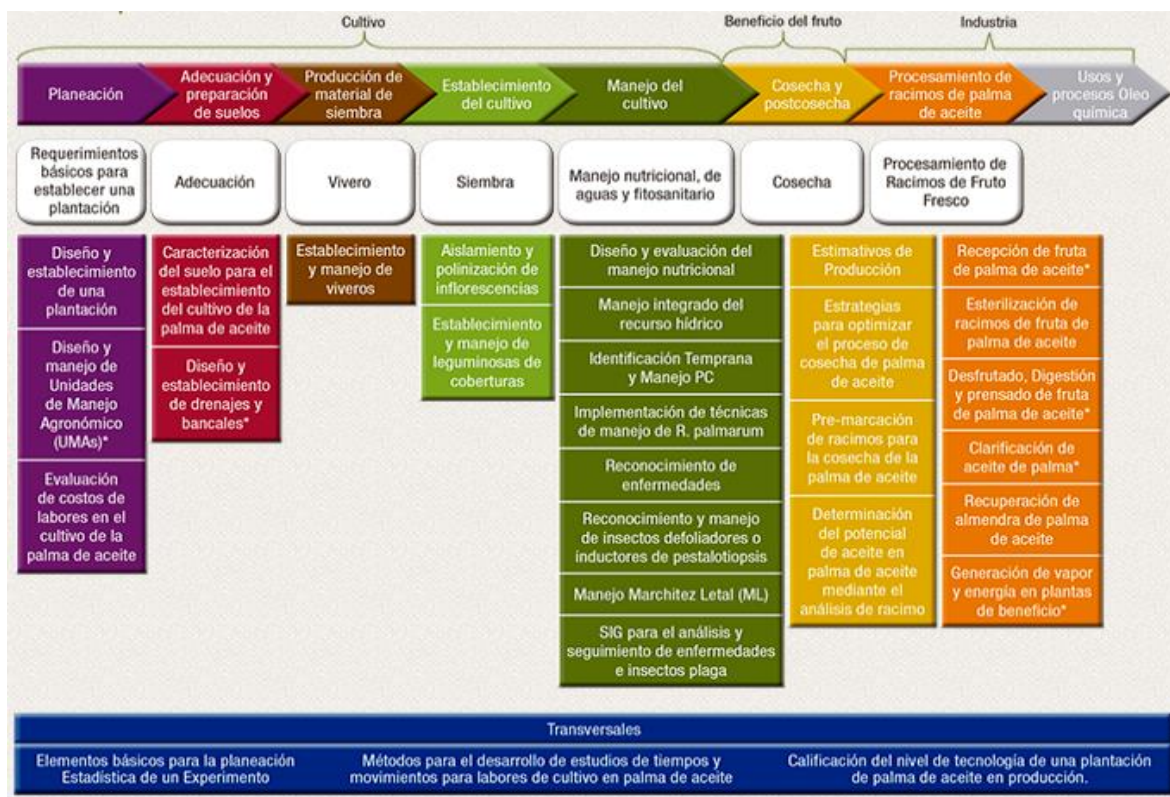


Ilustración 4 – Proceso productivo global. Fuente: Cenipalma (2017)

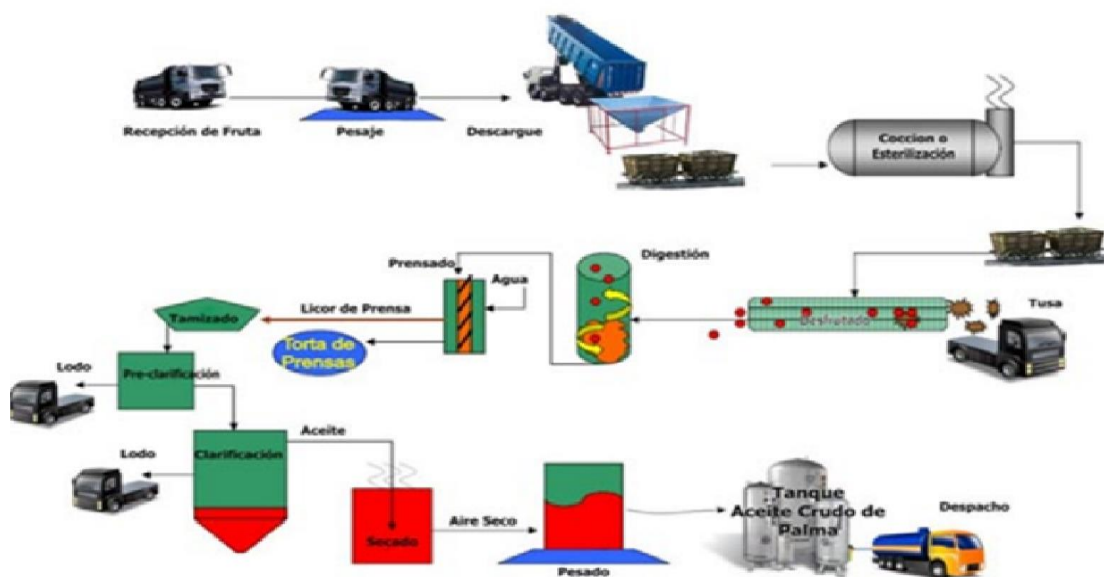


Ilustración 5 – Proceso productivo de extracción del Aceite Crudo de Palma. Fuente: Grupo Agroindustrial Dávila & Dávila.

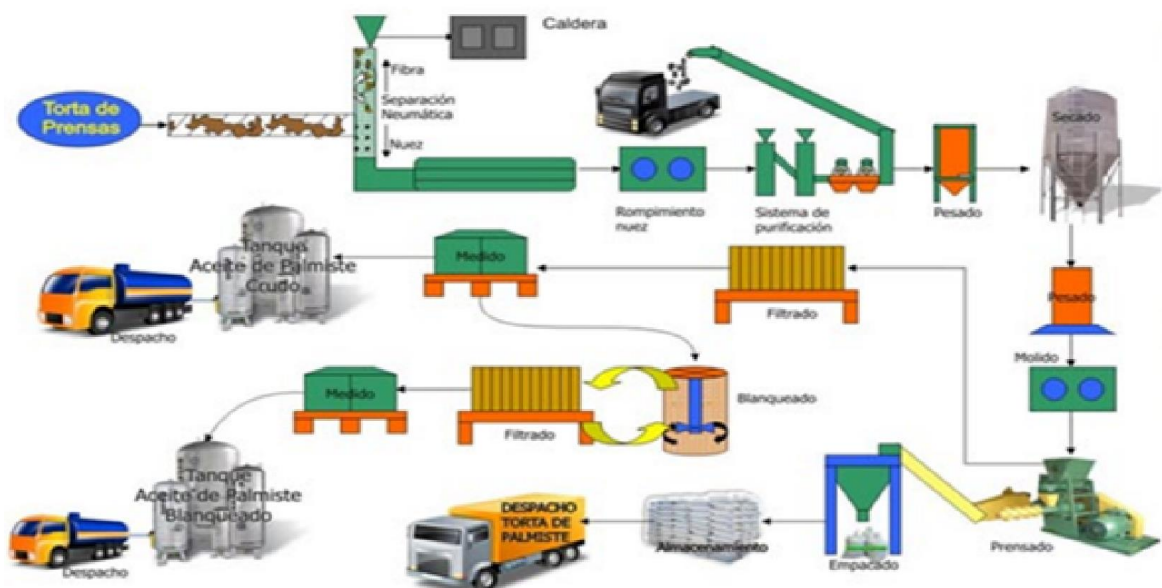


Ilustración 6 – Proceso productivo de extracción de la torta y aceite de palmiste. Fuente: Grupo Agroindustrial Dávila & Dávila.(2017)

### 1.3.3 Equipos e Instalaciones

- Terrenos, en plantaciones productivas y demás en desarrollo.
- Construcciones y edificaciones, Planta de producción, laboratorio y oficinas
- Maquinaria y Equipo, Excavadora hidráulica sobre orugas, horno para calderas, economizador caldera, tambor desfrutador y palmisteria, y planta eléctrica.
- Equipo Agrícola, 172 Tractores, 344 Remolques, Tanques
- Equipo de Laboratorio
- Equipo de Oficina
- Equipo de Cómputo y Comunicación
- Flota y Equipo de Transporte, Banda transportadora de fruto, Transporte de torta.
- Plantaciones Agrícolas y Forestales

### 1.3.4 Capacidad Instalada

	<b>2.015</b>
Total Fruta	117.044
% Mes Pico	13%
Días Mes	26
Horas día	24
Ton a procesar x Hora	24
% capacidad instalada usada	80%
<b>Capacidad Instalada en Ton/hora</b>	<b>30</b>

Tabla 7 – Capacidad instalada Palmeras del Llano S.A. Fuente: Palmeras del Llano S.A.

### **1.3.5 Manejo de Inventarios**

- Método de valuación: Promedio Ponderado
- Sistema de control: Permanente

## **1.4 Estructura Organizacional**

**1.4.1 Organigrama.** Ver Anexo 7.1 ORGANIGRAMA GENERAL PALMERAS DEL LLANO S.A.

**1.4.2 Cuadro informativo de los sueldos y salarios de cada cargo con su carga prestacional.** Ver Anexo 7.2 Salarios y carga prestacional 2015

## **2. El Problema**

### **2.1 Justificación**

Palmeras del Llano S.A. presenta un comportamiento atípico y/o irregular en cuatro aspectos importantes de su Información Financiera: el primero tiene que ver con los Ingresos Operacionales que en los últimos años presentan un crecimiento inversamente proporcional al crecimiento del Costo de Ventas, ya que teniendo en cuenta la información suministrada por la empresa, entre los años 2014 y 2015, las ventas crecieron hasta 3 veces lo que el Costo de Ventas, lo cual evidencia la existencia de algún fenómeno que está afectando el cálculo adecuado de los costos de producción.

Un segundo aspecto es el que tiene que ver con la gestión de cartera, esta presenta aumentos y disminuciones que parecen cíclicos, pero que no guardan relación proporcional con el comportamiento de las ventas, esto puede deberse a algún tipo de política interna o a estrategias de recuperación de cartera más eficientes en algunos años que en otros, sin embargo, se hace necesario establecer las causas de la irregularidad en el recaudo y determinar oportunidades de mejora en esta materia.

El tercer aspecto relevante es lo referente al manejo de los inventarios, puesto que reflejan variaciones que no guardan concordancia con el comportamiento ni del Costo de Ventas ni de los Ingresos Operacionales.

Se evidencian algunas falencias en el manejo del endeudamiento, dado que la información consignada en los Balances Generales deja ver que un buen porcentaje de la deuda con entidades financieras está clasificado como de corto plazo, sin embargo, es probable que este endeudamiento esté relacionado con los nuevos proyectos de construcción que se encuentran en etapa de desarrollo, es decir, se trata de inversiones a largo plazo que podrían estarse financiando con endeudamiento a corto plazo.

Para identificar con verdadera certeza cada uno de los problemas con los que cuenta la organización en la actualidad, se hace necesario propiciar un mayor acercamiento hacia las fuentes de información, realizando visitas programadas para conocer de fondo los procesos involucrados, las causas que originaron los problemas actuales, las estrategias vigentes y cualquier otro aspecto relevante que permita definir con claridad la hoja de ruta del trabajo a desarrollar.

Posteriormente, de acuerdo a la información recopilada, se identificarán algunas estrategias que provean a la gerencia de herramientas para prever y prevenir riesgos derivados del desarrollo de su actividad, que deban ser atacados con prioridad y que comprometan seriamente las oportunidades para que la empresa agregue valor. La gestión basada en el valor puede ayudar a prevenir la subvaloración de las acciones, mejorar la asignación de recursos y motivar las inversiones dirigidas a la creación de valor.

## **2.2 Objetivos**

### **2.2.1 Objetivo general.**

Estimar el valor razonable de PALMERAS DEL LLANO S.A., maximizando el valor para los accionistas, bajo la metodología de creación de valor o gestión basada en valor.

### **2.2.2 Objetivos Específicos.**

- Identificar los problemas actuales de la organización, así como sus variables de carácter crítico, convirtiéndolos en objeto del presente estudio.
- Formular estrategias encaminadas hacia la generación de valor que contribuyan a optimizar el manejo de la creciente complejidad, riesgos e incertidumbres que ofrece el mercado
- Desarrollar un modelo de valoración en Excel acorde con las estrategias planteadas

## **2.3 Marco Referencial**

Muchos de los conceptos que trata la administración financiera se convierten en base fundamental para emprender cualquier proyecto y son factores determinantes del éxito que puedan tener las estrategias formuladas durante la vigencia de dicho proyecto. Un trabajo de proyección social como este, no es ajeno, ni mucho menos está apartado de la posibilidad de guiarse por principios y fundamentos que permitan llegar a los resultados que tanto la academia como la organización esperan.

A continuación, se realiza un breve acercamiento a algunos de los conceptos que irán siendo mencionados durante el desarrollo del presente trabajo, con el fin de mostrar su incidencia, impacto y relevancia en todos o algunos de los indicadores, inductores, estrategias o conclusiones que puedan identificarse como resultado del análisis de la información recopilada, el conocimiento del negocio, las necesidades de la organización y sus expectativas a mediano o largo plazo.

**2.3.1 Finanzas.** En el campo de las Finanzas existe una relación bastante estrecha con disciplinas como la economía y la contabilidad, es tal el grado de conexión, que las finanzas dependen de elementos económicos y contables para su funcionamiento. Factores asociados al análisis de riesgo, teoría de precios (oferta y demanda), relaciones con stakeholders, variables económicas, entre otros, son el insumo principal para el gerente financiero desde el punto de vista de la economía, y desde el ámbito contable, el suministro de Estados Financieros en donde se refleja la salud financiera de la compañía, se convierte en la arista complementaria en el adecuado desempeño de la gestión financiera de cualquier organización.

Definir en toda su extensión el campo de acción de las finanzas puede resultar un ejercicio bastante extenso, pero es posible resumirlo en un concepto que enmarca todos los demás, “las finanzas representan aquella rama de la ciencia económica que se ocupa de todo lo concerniente al valor”(LÓPEZ DUMRAUF, 2013).



En tal sentido, es importante anotar que el objetivo de las finanzas es maximizar la riqueza de los accionistas. En este punto existen varias posiciones, pero es importante aclarar que “generar ganancias” no necesariamente es lo mismo que maximizar el valor. López (2013) en su libro afirma: “si bien las ganancias y el valor pueden estar muchas veces ligados, no es cualquier ganancia la que maximiza el valor, ya que muchas veces las ganancias generan “espejismos” que lleva a una mala asignación de recursos y a la destrucción de riqueza”.

**2.3.2 Entorno Económico.** El entorno económico de cualquier organización está determinado por una serie de variables que ejercen una influencia significativa en el desarrollo económico y financiero de un país, algunas de estas variables son la Inflación, los precios de los commodities, el estado de la balanza comercial, las inversión extranjera, la situación de las finanzas públicas, las tasas de interés, la devaluación o revaluación de la moneda local frente a otras monedas, particularmente frente al dólar, entre muchas otras que pueden explicar en determinado momento la situación económica de una nación.

Tal como lo menciona Álvarez en su libro: “El entorno económico es todo aquello que nos rodea, que nos afecta o puede llegar a afectarnos y que está compuesto por una multitud de variables cuyos cambios ocasionan reacciones en cadena que deben ser analizadas como un conjunto”(ALVAREZ GONZÁLEZ, 2003). Por tanto, el entorno de una empresa puede hacerla susceptible a ser afectada en sus planes, proyectos estratégicos, en sus decisiones de inversión y financiación, etc.

**2.3.3 Mercados financieros.** Uno de los conceptos al que se debe prestar especial atención es de los Mercados Financieros. Según Block, Hirt y Daniel Sen (2013):

*Los mercados financieros se pueden dividir en varias categorías. Algunas de ellas, como los mercados nacionales y los internacionales, o los mercados corporativos y los gubernamentales, se explican por sí mismas. Otras, como los mercados de dinero y los de capitales, requieren algunas explicaciones. Los mercados de dinero se refieren a aquellos en los que se negocian valores a corto plazo, cuya vida es de un año o menos. Los valores que circulan en ellos incluyen el papel comercial que venden las corporaciones para financiar sus operaciones diarias o los certificados de depósito con vencimientos de menos de un año que ofrecen los bancos.*

*(...) Los mercados de capitales se definen como aquellos cuyos valores tienen una vida de más de un año. Aun cuando son mercado a largo plazo, a diferencia de los mercados de dinero que son a corto plazo, con frecuencia es común que los mercados de capitales se dividan en mercado intermedios (1 a 10 años) y mercados a largo plazo (más de 10 años).*

**2.3.4 Análisis Financiero.** En lo relacionado con el Análisis Financiero, es posible afirmar que el cálculo y uso de indicadores financieros no debe estar limitado a la representación de cifras, porcentajes o factores extractados de la información de los Estados Financieros, por el contrario, deben propender por brindar información relevante y vital para la toma de decisiones dentro de la empresa. Un concepto más profundo del análisis financiero se encuentra en el libro Fundamentos de Gerencia Financiera, en donde sus autores indican que: “El análisis de índices es un mecanismo significativo entre una compañía y su industria”(BLOCK & HIRT, FUNDAMENTOS DE GERENCIA FINANCIERA, 2001, pág. 52), y en otro aparte afirman “Los indicadores financieros se utilizan para ponderar y evaluar el desempeño operativo de la empresa” (pág.53).

Como se observa, el análisis financiero debe dejar de ser un simple valor absoluto o relativo y convertirse en un elemento que aporte a la generación de valor. Un adecuado análisis financiero debe permitir medir aspectos como niveles de rentabilidad, liquidez y endeudamiento, así como identificar las reales fuentes de retorno sobre los activos y la maximización de la riqueza para los accionistas.

**2.3.5 Diagnóstico Financiero.** Una definición muy completa sobre Diagnóstico Financiero la establece Oscar León, cuando indica que “es la herramienta básica para analizar la información de cualquier empresa, no solo de carácter financiero y contable, sino todo aquello que proporcione elementos cuantitativos y cualitativos suficientes para determinar la situación de un negocio en determinado momento” (GARCÍA SERNA O. L., 2016).

**2.3.6 Planeación Financiera.** La planeación financiera es definida como el conjunto de métodos, instrumentos y objetivos encaminados a establecer pronósticos y metas económico-financieras. Puede estar estructurada en al menos tres fases: planear, ejecutar y verificar; se basa principalmente en presupuestos. Un concepto más amplio de planeación financiera lo define Edgar Ocampo(2005), en su libro Administración Financiera, en donde indica que:

*La planeación financiera es un concepto que reviste gran importancia para el funcionamiento y, por ende, supervivencia de la empresa. Su objeto es el de proporcionar una especie de “mapa de carreteras” para la orientación, coordinación y control de las decisiones, a fin de que la compañía alcance los objetivos que se ha trazado. Son dos los elementos clave en el proceso de planeación financiera: planeación del efectivo y la planeación de las utilidades. La primera consiste en la elaboración de presupuestos de caja. Sin un nivel adecuado de efectivo – y pese al nivel que presenten las utilidades – la empresa está expuesta al fracaso.*

*(...) El proceso de planeación financiera comienza con los planes financieros a largo plazo, o estratégicos, que a su vez conducen a la formulación de los planes de operaciones y presupuestos a corto plazo. En términos generales, dichos planes y presupuestos son guías operacionales para alcanzar los objetivos a largo plazo de la empresa.*

**2.3.7 Evaluación de Proyectos.** La evaluación de proyectos es un instrumento de apoyo en la toma de decisiones ante posibles alternativas de inversión que busca maximizar los beneficios y minimizar los riesgos. Para la estructuración de una alternativa de inversión se deben tener en cuenta algunos aspectos; según Infante (1988), en su libro, Evaluación Financiera de Proyectos de Inversión, se deben considerar los siguientes elementos:

- *Magnitud de los ingresos y egresos, medidos en unidades monetarias, por ejemplo, pesos, dólares, soles, bolívares, etc.*
- *Ubicación en el horizonte de tiempo de los momentos en los cuales se producen los ingresos y los egresos.*
- *Incertidumbre o riesgo asociados con la magnitud y la ubicación de los ingresos y egresos” (pág. 11)*

El mismo autor enuncia los diferentes enfoques de la evaluación de proyectos:

*La evaluación de proyectos se puede adelantar desde uno de los siguientes enfoques: el financiero o privado, el económico y el social. Lo acostumbrado es que el análisis se inicie utilizando enfoque*

*financiero y luego se complemente introduciéndole los ajustes necesarios para convertirlo en una evaluación económica y social.*

*(...) Cuando un proyecto se analiza desde el punto de vista financiero, la cuantificación de los ingresos y egresos se hace con base en las sumas de dinero que el inversionista recibe, entrega o deja de recibir. En este sentido, se trata de un análisis eminentemente microeconómico en el cual frecuentemente, aunque no siempre, los precios del mercado se utilizan para valorar los requerimientos y los producidos del proyecto.*

*(...) Cuando se estudia un proyecto de inversión con el criterio financiero, el análisis se adelanta con la óptica microeconómica de cada inversionista. En contraste, si se desea medir la bondad del proyecto desde el punto de vista de toda la colectividad, es preciso utilizar herramientas de la evaluación económica y social. Este enfoque macroeconómico implica en esencia la necesidad de:*

*Introducir ajustes para corregir las distorsiones primordialmente producidas por los impuestos y los subsidios, ya que éstos constituyen transferencias internas entre sectores de la economía.*

*Revisar costos y beneficios del proyecto para incluir aquellos elementos que tiene impacto en toda la comunidad, pero que no afectan la inversionista directamente.*

**2.3.8 Modelaje Financiero.** Una de las herramientas más utilizadas para predecir el desempeño futuro de una organización es el Modelaje Financiero y consiste en relacionar cuantitativamente sus variables económicas en un modelo o simplificación matemática generalmente desarrollada en Excel. (SPOSITO, 2016). Otra definición indica que:

*Modelaje financiero es la representación simbólica de situaciones empresariales. El modelaje financiero es la acción de crear modelos para reproducir situaciones y consiste en descubrir las relaciones que se presentan en una situación determinada y plasmarlas, a través de símbolos, en un modelo que pueda calcular resultados.*

*(...) Utilizando el modelaje financiero es posible descubrir y establecer todas las relaciones que se presentan en una situación y por lo tanto estudiar su funcionamiento y los resultados que producirá ante determinadas circunstancias. No obstante, entre mayor sea la desagregación de los componentes mayor será la complejidad del modelo, no solo porque se multiplica la cantidad de relaciones que se presentan, sino también por la cantidad de supuestos que se deben hacer para cada componente. Cada variable, cada relación, cada supuesto genera valores que afectan los resultados, por lo tanto, es importante determinar cuáles son las variables y las relaciones pertinentes en cada modelo para estudiarlas con detenimiento, dejando sin mayor desagregación y estudio las variables y las relaciones irrelevantes”(GUTIÉRREZ CARMONA, 2008)*

**2.3.9 Finanzas Corporativas.** El concepto de Finanzas Corporativas hace referencia al área específica de las finanzas que se ocupa de las decisiones financieras que toman las empresas.

Existen dos tipos de decisiones que las organizaciones deben tomar dentro del giro ordinario de sus actividades, decisiones de inversión y de financiamiento, las decisiones de inversión vistas desde un concepto simple se relacionan directamente con la compra de activos reales y las decisiones de financiamiento con la venta de activos financieros. Sin embargo, las decisiones corporativas van más allá, tal como lo mencionan Brealey, Myers y Allen(2015) en su libro Principios de Finanzas Corporativas:

*“La decisión de inversión también implica administrar los activos que ya tiene la empresa y la decisión de cuándo disponer de los activos cuando las utilidades disminuyan. Las*

*decisiones de financiamiento no solo incluyen obtener fondos el día de hoy sino también cumplir las obligaciones con los bancos, los tenedores de bonos y los accionistas que han aportado financiamiento en el pasado” (p.2).*

**2.3.10 Costos.** Los Costos representan todas aquellas erogaciones que afectan de manera directa a la producción de bienes o prestación de servicios, generalmente los costos provocan disminuciones en los activos o aumentos en los pasivos de una organización. Polimeni, Fabozzi, Adelberg y Kole (1994), en su libro Contabilidad de Costos, definen el costo como “el “valor” sacrificado para adquirir bienes o servicios que se mide en dólares (o cualquier otra moneda) mediante la reducción de activos o al incurrir en pasivos en el momento en que se obtienen los beneficios. En el momento de la adquisición, el costo en que se incurre es para lograr beneficios presentes o futuros. Cuando se utilizan estos beneficios, los costos se convierten en gastos”.

**2.3.11 Capital de Trabajo.** El capital de trabajo es un concepto que depende directamente de la gestión de la administración y “como su nombre lo dice, es el capital con el que la empresa trabaja. De manera más formal podría definirse como los recursos que una empresa mantiene, o requiere, para llevar a cabo sus operaciones. También se le denomina Capital Circulante, término muy apropiado ya que sugiere que si en una empresa hay un capital “circula”, debe haber otro que permanece fijo. El primero corresponde a lo que aquí se está denominando Capital de Trabajo y el segundo a los denominados Activos No Corrientes, que incluyen inversiones de largo plazo, los activos fijos y activos diferidos”(GARCÍA SERNA O. L., 2009) .

**2.3.12 Valor.** Antes de incursionar en concepto de generación de valor y valoración, es importante comprender el significado de valor. Cruz, Villarreal y Rosillo (2002) en su libro, Finanzas Corporativas, exponen de manera muy clara y argumentativa el significado de Valor:

*El concepto de valor es susceptible de tener muchas interpretaciones; en la actualidad se ha retomado el debate acerca de que el valor se crea debido a que los mercados son imperfectos, fenómeno que produce situaciones asimétricas en la información que induce a la negociación especulativa, así sea dentro de economías desarrolladas o que estén en vías de desarrollo. La mayoría de las empresas crean valor debido a que tienen una posición dominante en el mercado o a la falta de información de los consumidores que los hace que demanden productos mucho más caros los cuales mejoran las utilidades operacionales de la empresa....*

*(...) El valor es el reflejo de la capacidad que tiene la empresa para aprovechar al máximo el capital con que cuenta, que es escaso y requiere del mejor manejo para que pueda generar nuevos recursos, además de costarse a sí mismo.*

*Otra definición más financiera del valor es: es el excedente que queda al descontar de los generado en la operación de una empresa, el costo en que se incurrió al obtener el capital necesario para poner en marcha a la empresa misma, durante un período determinado(pág. 171).*

**2.3.13 Rentabilidad.** La rentabilidad como uno de los indicadores a analizar, marca un punto de partida importante para el análisis financiero fundamental, como bien lo determina Oscar León García, indicando en su libro Administración Financiera Fundamentos y Aplicaciones, la Rentabilidad es la medida de la productividad de los fondos comprometidos en un negocio (2009, pág. 130), desde el punto de vista del largo plazo, cobra especial importancia el hecho de mejorar la rentabilidad al interior de las organizaciones con acciones que agreguen

valor, principalmente para los accionistas, pues entre más atractiva sea el retorno de su inversión, se da continuidad al negocio en el tiempo.

**2.3.14 Eva -Valor Económico Agregado.** También denominada Ganancia Económica, es la diferencia entre la UODI que una empresa obtiene y la mínima que debería obtener. García (2009, pág. 148) en su libro define el EVA como el remanente que generan los activos, cuando rinden por encima del costo de capital. El EVA es un concepto directamente asociado con el objetivo básico financiero.

**2.3.15 Ebitda.** (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization). Dado que la rentabilidad de una empresa debe ser superior al riesgo que implica el desarrollo de su actividad, es importante estudiar el termino EBITDA que corresponde a la Utilidad antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones, siendo estas amortizaciones las que corresponden a las de Activos diferidos. Una definición más completa la suministra Oscar León García, quien define al EBITDA así:

*Se entenderá por EBITDA la utilidad que finalmente se convierte en efectivo y queda disponible para atender los cinco compromisos que tiene la caja de toda empresa:*

- *Pago de Impuestos*
- *Atención de servicio a la deuda (intereses y abono a capital)*
- *Intervenciones incrementales requeridas en capital de trabajo*
- *Reposición de activos fijos*
- *Dividendos”* (GARCÍA SERNA O. L., 2009, pág. 160)

**2.3.16 Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO).** La deficiencia o eficiencia en la liquidez de las empresas se traduce cuantitativamente en el concepto de capital de trabajo, la cual resulta claramente de la correcta administración de la utilidad EBITDA traducida en caja para permitir dar respuesta oportuna a las obligaciones normales de cualquier compañía. Oscar León García, cita en su libro el concepto de Capital de trabajo Neto Operativo (KTNO) y lo define como el indicador que corresponde al neto entre las cuentas por cobrar más los inventarios, menos las cuentas por pagar a proveedores de bienes y servicios (ADMINISTRACIÓN FINANCIERA Fundamentos y Aplicaciones, 2009, pág. 168).

**2.3.17 Gestión Basada en Valor.** La gestión basada en valor, concebida como una herramienta que permite medir el desempeño de las organizaciones y orientar la planeación estratégica hacia la generación de valor, encuentra una definición bastante acertada en el artículo publicado en la revista Dinero, indicando que:

*La administración basada en valor es orientar la gestión de las compañías hacia la creación de valor para sus inversionistas, para tener éxito en el proceso, las empresas deben basarse en cinco prácticas: 1. Compromiso con la creación de valor como la medida fundamental del éxito del negocio, 2. Revisión de la estructura de la organización y la toma de decisiones, 3. Incorporación del valor en el proceso de planeación estratégica, 4. Plan de compensación que incentive la creación de valor y 5. Programa de entrenamiento, que llegue a todos los niveles de la organización(ORTEGA, 2005).*

**2.3.18 Valoración de Empresas.** En lo referente a la valoración de empresas, existen diferentes métodos y un sinnúmero de autores, que exponen la conveniencia o desacierto de usar uno u otro, pero independientemente del método elegido, un proceso de valoración debe tener en

cuenta aspectos no solo técnicos y financieros, también del entorno en el que se mueve la organización, los aspectos macro y microeconómicos que la afectan, así como también debe considerar algunos de carácter subjetivo, en donde por ejemplo, el valor que estima el dueño sobre su negocio en el momento de vender, puede llegar a ser incluso un método de valoración alterno.

En el capítulo 1 del libro Valoración de Empresas, se enumeran algunas preguntas que deberían ser el punto de partida de cualquier proceso de valoración independientemente del método. El autor indica:

*La valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista:*

1. *¿qué se está haciendo?,*
2. *¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera?,*
3. *¿para qué se está haciendo la valoración?,*
4. *¿para quién se está haciendo la valoración?”(FERNÁNDEZ, 2005, pág. 27)*

El valor de la empresa no es su precio, en el estricto sentido económico (monetario) de la palabra, pues se trata de dos conceptos independientes y que en ocasiones son dependientes el uno del otro. Fernández (2005), en su libro, lo confirma diciendo:

*(...) una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compra-venta de una empresa. Esta diferencia en el valor de una empresa concreta se puede explicar mediante múltiples razones. Por ejemplo, una gran empresa extranjera muy avanzada tecnológicamente desea comprar otra empresa nacional, ya conocida, para entrar en nuestro mercado aprovechando el renombre de la marca local. En este caso, el comprador extranjero tan solo valorará la marca pero no valorará las instalaciones, maquinaria, etc., ya que él mismo dispone de unos activos más avanzados. Por el contrario, el vendedor sí que valorará muy bien sus recursos materiales ya que están en situación de continuar produciendo. De acuerdo con el punto de vista del primero, se trata de determinar el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportaría la empresa a adquirir; desde el punto de vista del vendedor se trata de saber cuál será el mínimo valor al que debería aceptar la operación. Estas dos cifras son las que se confrontan en una negociación en la cual finalmente se acuerda el precio que está generalmente en algún punto intermedio entre ambas. Una empresa también puede tener distinto valor para diferentes compradores por diferentes razones: distintas percepciones sobre futuro del sector y de la empresa, distintas estrategias, economías de escala, economías de complementariedad...*

*Una valoración sirve para muy distintos propósitos:*

**1. Operaciones de compra-venta:**

- *para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar*
- *para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores*

**2. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa:**

- *la valoración sirve para comparar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado y decidir vender, comprar o mantener las acciones.*
- *la valoración de varias empresas sirve para decidir en qué valores concentrar su cartera: aquellos que le parecen más infravalorados por el mercado.*

- *la valoración de varias empresas y su evolución sirve para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias.*
- 3. Salidas de bolsa:**
- *la valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.*
- 4. Herencias y testamentos:**
- *la valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.*
- 5. Sistemas de remuneración basados en creación de valor:**
- *la valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.*
- 6. Identificación de los impulsores de valor (value drivers):**
- *el proceso de valoración de una empresa o una unidad de negocio es esencial para identificar y jerarquizar los principales value drivers.*
  - *la valoración permite identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.*
- 7. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa:**
- *la valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.*
- 8. Planificación estratégica:**
- *la valoración de la empresa y de las distintas unidades de negocio es fundamental para decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes....mantener, potenciar o abandonar.*
  - *la valoración permite medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.*
- 9. Proceso de arbitraje:**
- *la valoración de la empresa es un requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios.*
  - *la valoración mejor sustentada suele ser más próxima a la decisión de la corte de arbitraje.*

Basados en las premisas que propone la Gestión Basado en Valor y el abanico de posibilidades que ofrece la valoración de empresas dependiendo del propósito para el que sea diseñada, se pretende que este trabajo sea un punto de partida para encontrar estrategias que aporten a la generación de valor que esperan los accionistas de Palmeras del Llano S.A., identificando aspectos que se consideren determinantes en las decisiones financieras de la organización y que van a ser plasmadas en las conclusiones y recomendaciones que formule el equipo de trabajo al finalizar el proceso académico de valoración.

## **2.4 Diagnóstico**

### **2.4.1 Análisis Cualitativo**

**2.4.1.1 Entorno Económico.** Colombia es un país geográficamente apto y muy apropiado para el cultivo de palma, por su composición en los suelos, clima y mano de obra agrícola, lo cual facilita y provee de buenas condiciones para el progreso del sector. Existe un gran potencial para el desarrollo económico del mismo, dado por varios factores, socioeconómicos nacionales e internacionales, culturales, financieros y políticos.

En cuanto a la situación política y social por la que atraviesa el país, y en la que ha venido trabajando el estado durante los últimos gobiernos, se cuenta con una proyección internacional optimista, dada por procesos de seguridad democrática y el de paz, que sin duda motivan, mejorar e incentivan la inversión internacional, además de fortalecer el buen y sano desarrollo de las industrias productoras en el país.

Económica y financieramente, es comprobable que, a través de los últimos 5 años, objetos de estudio y análisis, se han presentado cifras alentadoras en cuanto al PIB, inflación, desempleo, exportaciones de los cuales se infieren cifras proyectadas positivas y favorables para llegar a rentabilidades esperadas, sin embargo como amenazas se han presentado el alza en los precios internacionales del aceite, dados por fenómenos climáticos como el de la niña, igualmente en Colombia, este mismo fenómeno derivo en fuertes lluvias e inundaciones y por la prolongada sequía presentada en países que proveen las semillas oleaginosas aptas para la siembra.

En cuanto a factores culturales, se evidencia que la comunidad está particularmente familiarizada, involucrada y con una participación activa e importante en el mercado agrícola, lo cual permite incentivar empleo y contar con personal apto y capacitado para las labores propias del negocio.

Siendo estos los factores más apremiantes del entorno, se infieren buenos síntomas para el negocio. Cabe resaltar que, aunque los factores naturales no son plenamente controlables, con una política y planeación preventiva de los mismos son manejables y predecibles ante amenazas futuras.

**2.4.1.2 Industria.** La producción de aceite de palma es la razón de la actividad agrícola de siembra de palma, sin embargo, la extracción de sus frutos igualmente es muy provechosa debido a que aporta beneficios y productos novedosos a diferentes industrias que necesitan de productos o subproductos como materia prima para la fabricación de su producto terminado. Utilizados así en diversas industrias, por ejemplo, en la de jabones, cosméticos de belleza, panadería, biocombustibles, entre otros.



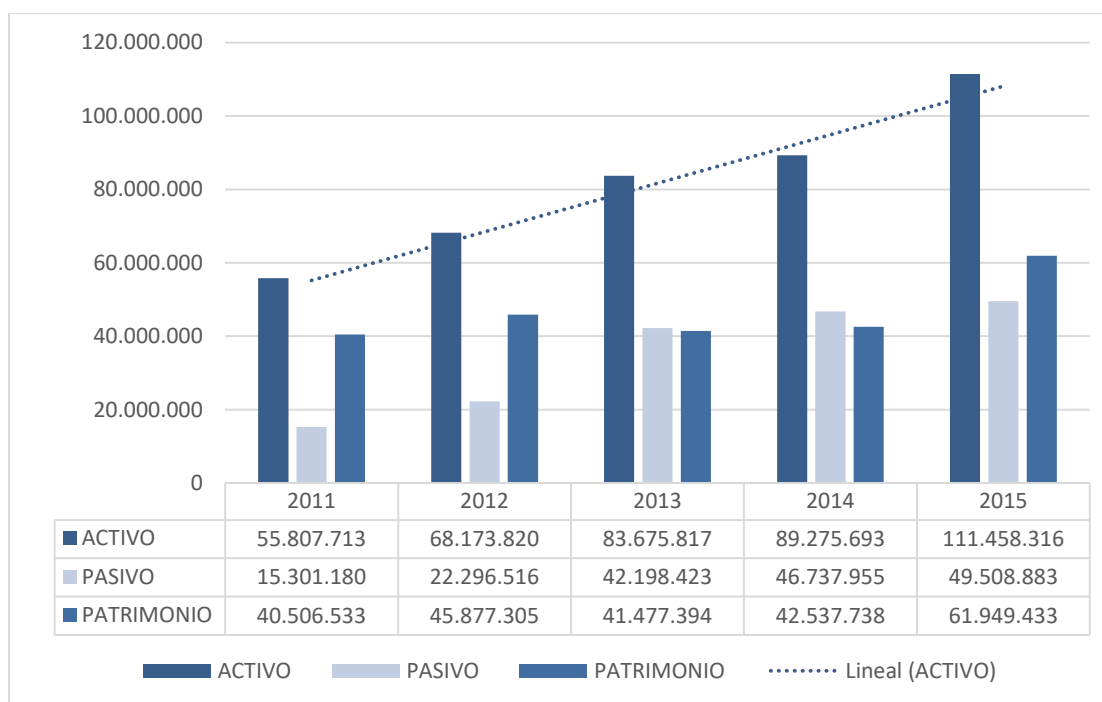
**2.4.1.3 Empresa.** Palmeras del Llano S.A. es una empresa que cuenta con una infraestructura de alta tecnología, con personal plenamente capacitado e idóneo en el desempeño de sus labores, gran trayectoria que les ha permitido posicionarse y escalar con un gran esfuerzo financiero para lograr cumplir a socios y terceros.

Conocer todos los desafíos que a nivel de entorno pueden darse en el corto y mediano plazo, no ha sido una tarea fácil, pues el sector agrícola cuenta con variables externas a cambios que son difíciles de controlar, los factores naturales, sociales e internacionales, siendo este último el punto de referencia que establece los precios de venta, impactan generosamente en sus resultados.

**2.4.1.4 Administración y Gerencia.** Con gran formación profesional y personal, el área administrativa y la gerencia cuentan con el más grande reto dentro de la cadena de la compañía, planear, organizar, ejecutar y controlar sin duda son la base y cuerpo de toda la operación. Para los mismos, ha sido determinante partir desde unos valores corporativos que son orientados a los más altos criterios de ética, excelencia profesional y responsabilidad. Comunicación, humildad, solidaridad, honestidad, equidad, respeto, confianza, responsabilidad, compromiso y profesionalismo son unos de ellos.

## 2.4.2 Análisis Cuantitativo

### 2.4.2.1 Balance General.



*Ilustración 5 Balance General de los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA.*

El Balance General de Palmeras del Llano S.A. para los años 2011 a 2015 presenta una Estructura Operacional en la que el promedio de los 5 años indica que el 12% está concentrado en Activos Corrientes y cerca del 88% en Activos No Corrientes. Para el año 2015 la participación del Activo Corriente era del 7.59% frente al Activo No Corriente que ocupaba el 92.41% del Total del Activo.

Dentro del Activo Corriente la mayor concentración de sus recursos está dada por Cartera de Clientes que corresponde al 50% de los Activos a Corto Plazo, la siguen los Inventarios con el 25% y los Otros Deudores con el 21%.

El comportamiento de la cartera de Clientes muestra poca uniformidad para los años analizados, es así como la variación relativa de 2012 a 2013 evidencia un incremento del 417.77%, mientras que para los períodos de 2013 a 2014 decrece en un 49,23% y para el 2015 cierra con un aumento del 45.57% con relación al cierre de 2014, esto permite inferir que a partir de 2013 la empresa realizó una reestructuración de su cartera, su organización y/o sus políticas y procedimientos, tema que será estudiado con mayor detenimiento durante el desarrollo del presente trabajo.

Un comportamiento muy similar presenta los Otros Deudores con un incremento del 321.27% de 2012 a 2013, un nuevo incremento del 35.45% a cierre de 2014 y un decrecimiento del 26.04% para el cierre de 2015.

Dentro del Activo No Corriente, el rubro correspondiente a las Valorizaciones es el más representativo registrando una participación promedio del 35% de los Activos Totales durante los últimos 5 años y un 39.42% a cierre de 2015; la Propiedad, Planta y Equipo concentra el 38.58% y los Otros Deudores a Largo Plazo el 10,39% del Activo Total.

La mayor concentración de Propiedad, Planta y Equipo está representada por las Plantaciones Agrícolas con el 61% del Activo No Corriente, justificada claramente por la naturaleza de la actividad que desarrolla la compañía y en donde se diferencian los cultivos en desarrollo y los cultivos amortizables de acuerdo con la madurez de las siembras.

Tal como sucedió con el Activo Corriente, las variaciones de un período a otro registradas en los comparativos de los 5 años no son uniformes, dado que para los años 2012 y 2013, algunas partidas como los Activos Fijos depreciables (109.71%) y los cultivos en desarrollo (524.76%) presentan incrementos elevados; para los años 2014 y 2015 continúan presentándose incrementos pero que se consideran más razonables de acuerdo al tipo de negocio.

Una variación fuerte dentro del Activo No Corriente para el 2015 es la que se evidencia en la Valorizaciones puesto que se incrementan en un 76.26% frente al saldo que se registra en el cierre de 2014.

La Estructura Financiera del Balance General indica que el Pasivo de Palmeras del Llano S.A. presenta una distribución promedio del 50% en Pasivo Corriente y el 50% en Pasivo No

Corriente para los 5 años analizados. A 2015 el Pasivo Corriente representaba el 53.75% del Pasivo Total y el Pasivo No Corriente el 46.25%.

Dentro del Pasivo a Corto Plazo las Obligaciones Financieras representan una participación bastante alta, puesto que a 2015 constituían el 32.02% del Pasivo Total. De la misma manera el 10.32% del Pasivo corresponde a deudas con Proveedores.

En lo referente al Pasivo No Corriente, las Obligaciones Financieras a Largo Plazo se han mantenido sobre un promedio del 34% del Pasivo Total para los 5 años comparados, para el año 2015 el 27.41% del Pasivo lo constituían las deudas con entidades financieras.

Los Pasivos Estimados y Provisiones que hasta el 2012 estaban concentrados en el Pasivo Corriente, a partir de 2013 son reclasificados como Pasivo a Largo Plazo, manteniendo una participación significativa dentro Pasivo Total con el 18.85% a cierre de 2015.

El Patrimonio de la compañía integra también la Estructura Financiera del Balance General de Palmeras del Llano S.A., en donde es posible establecer que para los 5 años objeto de estudio el Superávit por Valorizaciones ha registrado un promedio de participación del 60% sobre Patrimonio, siendo el 2015 el año en donde se registra la participación más alta con el 70.92%. El Resultado de Ejercicios Anteriores refleja un cambio en la política de distribución de utilidades puesto que hasta el 2012 su saldo superaba el 30% del Patrimonio, mientras que a partir de 2013 ha venido disminuyendo significativamente sin superar el 20% del Patrimonio de la sociedad.

A partir de la reestructuración que se evidencia en el 2013, se realiza un aumento en el Capital Autorizado de 4.000 millones de pesos, aumentando el Capital Suscrito y Pagado en 2.970 millones, éste hecho repercute de manera directa en la participación del Capital dentro del Patrimonio de la compañía, pasando de una participación que apenas superaba el 2% a lograr una participación promedio del 10% para los años 2013 a 2015, cerrando en 2015 con el 8.07% del Patrimonio Total.

Al realizar la comparación de los diferentes períodos analizados, se puede argumentar que debido a la transición que sufre la compañía entre 2012 y 2013 se producen cambios a nivel de la distribución de la deuda en las cuentas de Pasivo; las altas variaciones que se registran en el Pasivo Corriente se derivan principalmente del reconocimiento contable de partidas que hasta el 2012 se registraban en el Pasivo No Corriente. Por su parte, las Cuentas Corrientes Comerciales aumentan causando gran impacto en los pasivos de 2014, pasando de 376 millones a 5.104 millones con una variación relativa del 1256.48%, en el 2015 decrecen el 90.21%.

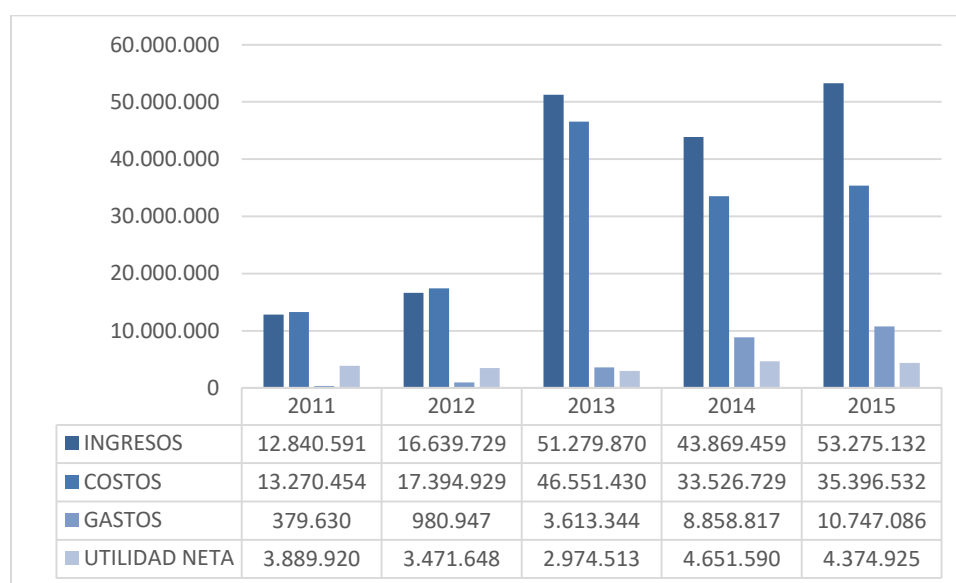
Otras partidas que muestran grandes crecimientos son las de Proveedores que para el 2015 aumenta en un 79.25% respecto de su saldo en 2014, sin embargo, no se encuentra consistencia entre la disminución de los Inventarios en un 31.19% y un aumento de proveedores de tal magnitud. Los costos y Gastos por Pagar aumentan en 409.68%, porcentaje que es bastante alto y que debe ser comparado con el crecimiento en las ventas para determinar su razonabilidad. En el mismo sentido, existen incrementos generalizados y bastante significativos en el 2015 para rubros como Retenciones en la Fuente (68%), Impuesto a las Ventas por Pagar (140.68%),

Retenciones de Industria y Comercio (56.68%), Impuestos, Gravámenes y Tasas (120.85%), entre otros.

La Estructura Financiera de la compañía evidencia que, en promedio en los 5 años analizados, el 59% de la financiación de Palmeras del Llano S.A. corresponde a Bancos y Terceros, y el 41% a financiación con Accionistas, casi un 60/40 es su distribución. Para el 2015, el Pasivo participa con el 55.58% y el Patrimonio con el 44.42% de total de la Estructura Financiera (Pasivo+Patrimonio).

Una constante que identifica las variaciones de los 5 años es la fluctuación generalizada de todas las cuentas reportadas en el Balance General de cada año, pero principalmente las de Pasivo, lo cual no permite establecer un patrón de comportamiento homogéneo o un punto de partida que simplifique la comparación, sin embargo, se pretende centrar el análisis en aquellas cifras que generen alto impacto en temas como Capital de Trabajo y Liquidez.

#### 2.4.2.2 Estado de Resultados.



*Ilustración 6 Estado de resultados de los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA.*

El Estado de Resultados comparativo de Palmeras del Llano S.A. para los 5 años objeto de estudio permite ver que su Estructura Operacional distingue dos grupos dentro de los Ingresos Operacionales: uno lo conforma la Venta de Fruto de Palma de Aceite y el otro grupo lo comparten los Servicios Agrícolas y Ganaderos, la Elaboración de Aceites y Grasas, los Combustibles, la Venta de Insumos y Materias Primas y el Arrendamiento de Bienes Inmuebles. Dentro de la venta de fruto de palma de aceite se observa que para los años 2011 y 2012 estas ventas representaban cerca del 90% de los ingresos de la operación, pero a partir del año 2013, tienen un promedio cercano al 49%, esto debido a un evidente cambio en el modelo de negocio y una reestructuración de su operación.

Los servicios agrícolas y ganaderos son incorporados en el 2012, con auge en ventas en el 2013, pero para los años 2014 y 2015 se reducen en un 88.12% y un 52,31%, al parecer tendiendo a su desaparición dentro del portafolio de Palmeras del Llano S.A.

La Elaboración de Aceites y Grasas aparece incorporado en el Estado de Resultados del año 2012 y ha ido ganando participación dentro de los Ingresos de la Operación llegando a representar el 50% de las ventas para los años 2014 y 2015.

Los Combustibles, la Venta de Insumos y Materias Primas y el Arrendamiento de Bienes Inmuebles no son representativos dentro del Estado de Resultados y solo estuvieron presentes hasta el 2013, desapareciendo por completo para los años 2014 y 2015, lo cual indica una fuerte tendencia hacia la especialización de la compañía en 2 líneas de negocio: la producción de fruto de palma de aceite y la elaboración de aceites y grasas.

En cuanto al Costo de Ventas, a pesar de que durante el 2011 y 2012, superaba el 100% de las ventas, se evidencia un trabajo importante en la disminución de los costos asociados a la producción, pasando del 103.35% de las ventas en 2011 al 66.44% de las ventas en 2015.

Como consecuencia del afinamiento en el modelo de costeo, se observa un aumento en la Utilidad Bruta inversamente proporcional a la disminución en el Costo de Ventas.

Los Gastos Operacionales de Administración presentan un crecimiento acentuado durante los últimos 3 años, puesto que pasa de 838 millones en 2012 a 8.115 millones en 2015, presenta un incremento acumulado de más del 400%, el doble del crecimiento acumulado en las ventas para los mismos períodos. Las Depreciaciones tienen la mayor participación dentro del total con el 7.25% de las ventas, los Gastos de Personal las siguen con el 5.49%, estos dos representan 84% de los Gastos Operacionales de Administración, seguidos por los Servicios con el 9.13%, los Diversos con el 7.1% y las Amortizaciones con el 6.6%, los demás gastos que conforman los Gastos Administrativos no superan el 0.5% de las ventas, por lo tanto, no serán objeto de análisis en el presente trabajo.

Los Gastos Operacionales de Ventas vienen en aumento, pues pasan de un 0.86% de las ventas en 2012 a un 4.94% de las ventas en 2015. Este incremento está afectado directamente por los montos de Contribuciones y Afiliaciones que se trasladan a Fedepalma, los cuales han venido variando entre el 2% y el 3% de las ventas aproximadamente. Los Servicios registran un fuerte aumento en 2015 situándose en el 1.84% de las ventas totales, considerando que en años anteriores no superaba el 1%.

La Utilidad Operacional ha mostrado un comportamiento positivo durante los últimos 3 años, pasando del 2.17% de las ventas en 2013 al 13.39% en 2015.

Los Ingresos No Operacionales presentan una notoria disminución pasando del 63.04% de las ventas en 2011 al 4.16% en 2015. Las partidas más relevantes dentro de este grupo son las Indemnizaciones, las cuales tienen su principal origen en el cálculo de flujos de caja descontados ya sea por daño emergente en áreas con afectaciones de determinada índole (Ecopetrol S.A.) y/o

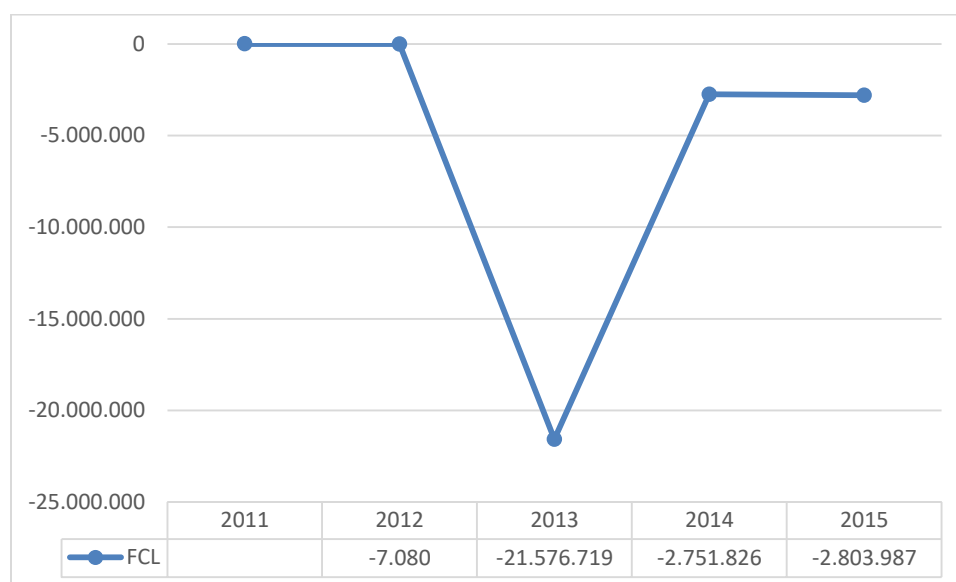
lucro cesante por la constitución de servidumbres en terrenos (Ecopetrol S.A.- Electrificadora del Meta S.A. E.S.P.). Otras indemnizaciones corresponden a siniestros e incapacidades reconocidas por las E.P.S.

Los Ingresos Financieros corresponden en su mayoría a los intereses percibidos en préstamos e inversiones con socios y otros terceros, para el 2015 representan el 1.08% de las ventas.

El último grupo del Estado de Resultados son los Gastos No Operacionales, en donde se encuentra que la partida que concentra gran participación son los Gastos Financieros con el 4.89% de las Ventas para el 2015, explicado principalmente por el alto nivel de endeudamiento financiero que presenta la compañía para el mismo año. Las Provisiones representaban hacia el 2011 un porcentaje importante de las ventas, pero para el 2015 el monto participa con menos del 1% sobre las ventas, lo cual puede obedecer a un cambio en las políticas en lo que a esta materia se refiere.

La Utilidad Neta después de Impuestos presenta disminuciones importantes que están directamente asociadas con el reconocimiento de las indemnizaciones, puesto que para los años 2011, 2012 y 2014 las sumas reconocidas a favor de Palmeras del Llano S.A. apalancaron en buena medida el resultado final. Lo que no sucedió en 2015, en donde el monto registrado por concepto de Indemnizaciones decreció en un 85% frente al monto percibido en 2014 y años anteriores; sin embargo puede ser un buen síntoma de que comienza un período de estabilización para la compañía.

### 2.4.2.3 Flujo de Caja



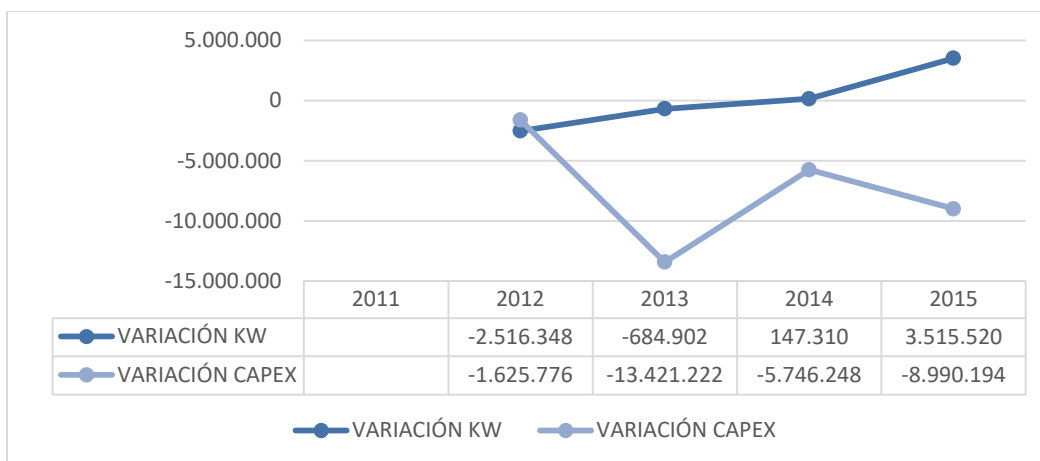
*Ilustración 7 Flujo de caja libre de los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA.*

FLUJO DE CAJA	2011	2012	2013	2014	2015
UTILIDAD NETA		-418,273	-497,135	1,677,078	-276,663
+ DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES		663,396	2,034,373	1,786,768	2,073,272
= FGO		<b>245,124</b>	<b>1,537,238</b>	<b>3,463,846</b>	<b>1,796,609</b>
+ VARIACIÓN KW		-2,516,348	-684,902	147,310	3,515,520
= CGO		<b>-2,271,225</b>	<b>852,336</b>	<b>3,611,156</b>	<b>5,312,129</b>
+ VARIACIÓN CAPEX		-1,625,776	-13,421,222	-5,746,248	-8,990,194
+ VARIACIÓN RELACIÓN CON INVERSIONISTAS		3,889,920	-9,007,834	-616,734	874,078
= FCL		<b>-7,080</b>	<b>-21,576,719</b>	<b>-2,751,826</b>	<b>-2,803,987</b>
+ OBLIGACIONES FINANCIERAS		2,321,903	16,838,099	965,408	6,622,873
+ A CONTRATISTAS		-79,326	-30,485	0	0
+ CUENTAS CORRIENTES COMERCIALES		1,028,297	-725,362	4,728,468	-7,398,784
+ COSTOS Y GASTOS POR PAGAR		-2,987	144,381	-260,735	415,169
+ DIVIDENDOS Y PARTICIPACIONES POR PAGAR		-734,307	484,543	339,947	-1,031,411
+ RETENCIONES EN LA FUENTE		154,316	-94,504	-32,062	28,046
+ IMPUESTO A LAS VENTAS RETENIDO		57,055	-46,144	-3,914	21,375
+ RETENCIÓN DE INDUSTRIA Y COMERCIO		6,661	-1,391	139	3,710
+ RETENCIONES Y APORTES DE NÓMINA		118,159	32,456	-54,832	12,927
+ ACREEDORES VARIOS		82,516	38,296	-26,729	37,366
+ PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES		2,047,362	1,560,315	1,583,119	157,321
+ DIFERIDOS		-4,677	-4,677	-85,752	0
+ OTROS PASIVOS		-478,827	-803,425	-2,457	46,575
+ CAPITAL AUTORIZADO			4,000,000	0	0
+ CAPITAL POR SUSCRIBIR			-1,029,530	0	0
+ RESERVA LEGAL			1,932,753	0	0
+ REVALIZACIÓN DEL PATRIMONIO		-2,169	-1,065	0	0
+ CAJA		42,619	-358,589	125,862	71,046
+ OTROS DEUDORES		-4,325,566	-406,677	-4,545,375	3,810,226
+ INVERSIONES		-217,769	91,127	-6,312	70,267
+ DIFERIDOS		-6,179	-43,401	27,051	-62,719
CUADRATURA		<b>0.00</b>	<b>0.57</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

Tabla 8 – Flujo de Caja para los años comprendidos entre 2011 y 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

Una vez elaborado, se evidencia que a pesar de que la operación de la compañía genera efectivo, no es suficiente para cubrir las inversiones en capex que ha venido haciendo de forma recurrente y tampoco la distribución de utilidades a sus accionistas, por tanto, ha tenido que recurrir al endeudamiento con entidades financieras para fondearse con los recursos que no genera directamente.

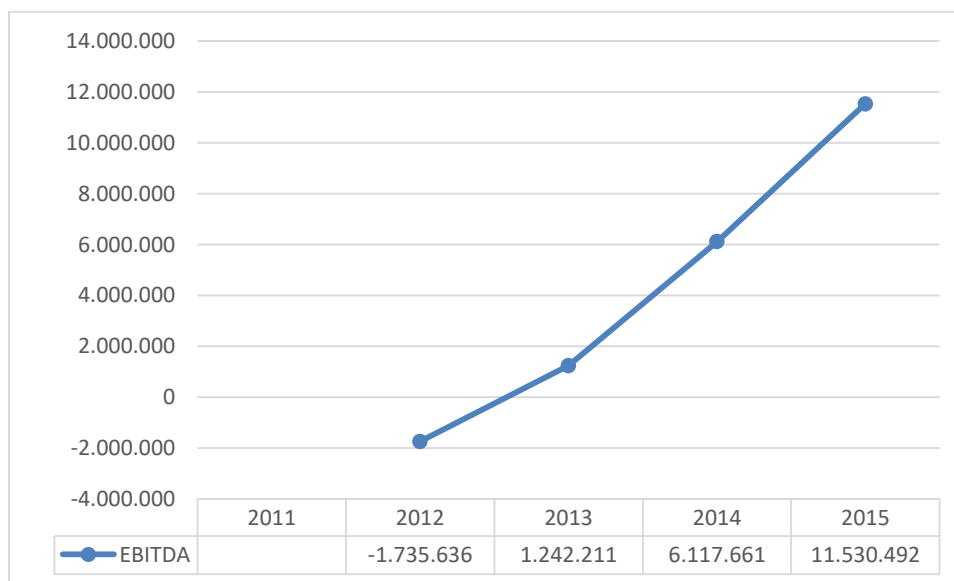
El Flujo de Caja de Palmeras del Llano S.A. se elabora a partir de las variaciones calculadas entre uno y otro año para cada uno de los períodos analizados, bajo este modelo se tienen en cuenta dos grandes variaciones que son las de Capital de Trabajo y las variaciones en Capex.



*Ilustración 8 Variación de Capital de Trabajo y CAPEX para los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA.*

#### **2.4.2.4 Indicadores Financieros**

##### **2.4.2.4.1 Ebitda.**



*Ilustración 9 EBITDA de los años 2011 a 2015. Fuente: Elaboración propia con información suministrada por Palmeras del Llano SA.*

En el caso de Palmeras del Llano S.A. los montos de la utilidad que finalmente se están convirtiendo en caja no están siendo suficientes para cubrir las obligaciones en materia de pago de impuestos, pago de intereses y abono de capital a la deuda, inversiones en capital de trabajo y reparto de utilidades, cabe reconocer que para los dos últimos años su capacidad para generar efectivo se ha fortalecido, tal como lo evidencia el Flujo de Caja analizado en el numeral 2.4.2.3.



1	EBITDA	2011	2012	2013	2014	2015
	Utilidad Operacional		-1,736,147	1,115,096	1,483,913	7,131,514
+	Depreciaciones y Amortizaciones		511	127,115	4,633,748	4,398,978
=	EBITDA		-1,735,636	1,242,211	6,117,661	11,530,492

Tabla 9- Cálculo EBITDA de los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

**2.4.2.4.2 Margen Ebitda.** Para el año 2012, por cada 100 pesos que la compañía recibía de ingresos generaba 0 pesos para cubrir sus compromisos, por el contrario debía recurrir al endeudamiento para poder encontrar los recursos que no podía generar por si misma. En el año 2013 el panorama comenzó a mejorar pero tan solo generaba 2.42 pesos por cada 100 pesos de ingreso, lo cual era un indicador muy claro de que los costos y gastos, pero principalmente los costos de la compañía eran muy elevados. Entre el 2014 y el 2015 la mejora es evidente, sin embargo en 2015 por cada 100 pesos vendidos genera 21.64 pesos de efectivo y todavía no le alcanza para cubrir sus obligaciones, puesto que una de sus mayores debilidades es el hecho de que los costos y gastos de la operación que implican desembolso de efectivo crecen en mayor proporción de lo que crecen las ventas, por tanto su capacidad para generar caja aún debe ser evaluada y ajustada para detener este efecto nocivo sobre el valor de la empresa.

1.1	MÁRGEN EBITDA	2011	2012	2013	2014	2015
	EBITDA		-1,735,636	1,242,211	6,117,661	11,530,492
/	Ventas		16,639,729	51,279,870	43,869,459	53,275,132
=	Márgen Ebitda		-10.43%	2.42%	13.95%	21.64%

Tabla 10 - Cálculo Márgen EBITDA de los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

**2.4.2.4.3 KTNO.** El Capital de Trabajo con el que cuenta la compañía comparado con el nivel de ventas o con los activos totales, es bajo, incluso para el 2015 llega a ser negativo, sin embargo, muestra que Palmeras del Llano S.A. presenta problemas en la rotación de cartera, el manejo de los inventarios y las obligaciones con proveedores principalmente. Se evidencia un desbalance entre las partidas que conforman el KTNO, lo cual incide directamente en la Productividad del Capital de Trabajo.

2	KTNO	2011	2012	2013	2014	2015
	Deudores clientes		1,096,221	5,675,951	2,881,716	4,194,773
+	Inventarios		4,467,719	3,082,696	3,118,553	2,145,737
-	Proveedores		3,193,471	4,415,113	2,849,198	5,107,155
-	Impuestos, gravámenes y tasas		1,147,655	1,758,860	958,352	2,116,498
-	Obligaciones laborales		876,481	1,553,438	1,308,793	1,748,451
	KTNO		346,334	1,031,236	883,926	-2,631,594

Tabla 11 - Cálculo KTNO de los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

**2.4.2.4.4 PKT.** Una vez calculada la Productividad del Capital de Trabajo para cada uno de los años, se encuentra que por cada 100 pesos vendidos la empresa está dejando más de 2

pesos para KTNO, lo cual es bastante alto teniendo en cuenta que debería ser el porcentaje más pequeño posible. En tal sentido es factible afirmar que para el caso de Palmeras del Llano S.A., la cartera por cobrar ha estado creciendo en mayor proporción que las ventas. Para el 2015 la PKT es negativa.

2.1	PRODUCTIVIDAD DEL KTNO	2011	2012	2013	2014	2015
	KTNO		346,334	1,031,236	883,926	-2,631,594
/	Ventas		16,639,729	51,279,870	43,869,459	53,275,132
=	PKT		2.08%	2.01%	2.01%	-4.94%

Tabla 12 - Cálculo Productividad del KTNO de los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

**2.4.2.4.5 Palanca de Crecimiento.** El crecimiento en ventas que ha experimentado Palmeras del Llano S.A. en años como 2013 y 2015, le ha significado mayor demanda de caja, lo cual podría indicar que un mayor crecimiento la podría estar haciendo destruir valor.

2.2	PALANCA DE CRECIMIENTO	2011	2012	2013	2014	2015
	Márgen EBITDA		-10.43%	2.42%	13.95%	21.64%
/	PKT		2.08%	2.01%	2.01%	-4.94%
=	PDC		-5.01	1.20	6.92	-4.38

Tabla 13 - Cálculo Palanca de Crecimiento para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

**2.4.2.4.6 Estructura de Caja.** Para el año 2012 el efecto de la Estructura Operativa de la Caja de la compañía era nocivo, en 2013 el efecto tanto de la Estructura Operativa como de la Estructura Financiera eran igualmente nocivos, pero tuvo mayor incidencia la Estructura Financiera, para los años 2014 y 2015 se experimenta cierto equilibrio entre las dos estructuras.

3	ESTRUCTURA DE CAJA	2011	2012	2013	2014	2015
	EBITDA		-1,735,636	1,242,211	6,117,661	11,530,492
-	Impuestos por pagar		1,147,655	1,758,860	958,352	2,116,498
=	FCB		-2,883,291	-516,649	5,159,309	9,413,994
-	Variación KTNO		-2,516,348	-684,902	147,310	3,515,520
-	Intereses		776,889	1,130,608	2,076,633	2,605,095
-	Dividendos		0	9,007,834	616,734	0
=	Disponible para inversión y abono a capital		-1,143,831	-9,970,189	2,318,632	3,293,379

Tabla 14 – Estructura de Caja para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

**2.4.2.4.7 Cobertura de intereses.** El indicador de cobertura de intereses refleja que para los años 2012 a 2014 los intereses representan más del 30% del Ebitda, el cual es un porcentaje muy alto, es ideal mantenerse por debajo de dicho porcentaje para garantizar el cubrimiento de las demás obligaciones de la compañía. En este caso Palmeras del Llano ha llegado a requerir 91.02 pesos para el pago de Intereses, por cada 100 pesos de efectivo que genera, para el 2015 usaba 22.59 pesos en pago de intereses por cada 100 pesos generados.

4	<b>COBERTURA DE INTERESES</b>	2011	2012	2013	2014	2015
	Intereses		776,889	1,130,608	2,076,633	2,605,095
/	EBITDA		-1,735,636	1,242,211	6,117,661	11,530,492
=	<b>Cobertura de intereses</b>		<b>-44.76%</b>	<b>91.02%</b>	<b>33.94%</b>	<b>22.59%</b>

Tabla 15 – Cobertura de intereses para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

**2.4.2.4.8 Múltiplo de deuda.** Este indicador evidencia que el endeudamiento financiero ha estado causando problemas dentro de la estructura financiera de la compañía, de acuerdo a lo calculado para cada año, el EBITDA generado en 2015 pagaría el 100% de la deuda en 2.55 años, pero sin tener en cuenta las demás obligaciones en las que se distribuye el EBITDA, aunque el múltiplo ha mejorado, debe tender a ser menor que 1 para garantizar el cumplimiento de las demás obligaciones sin problemas de liquidez.

5	<b>MÚLTIPLO DE DEUDA</b>	2011	2012	2013	2014	2015
	Obligaciones Financieras		7,790,843	24,628,942	25,594,350	29,423,347
/	EBITDA		-1,735,636	1,242,211	6,117,661	11,530,492
=	<b>Múltiplo de deuda</b>		<b>-4.49</b>	<b>19.83</b>	<b>4.18</b>	<b>2.55</b>

Tabla 16 – Múltiplo de deuda para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

## 2.5 Formulación

De la información obtenida se logró evidenciar que PALMERAS DEL LLANO S.A. ha sufrido varios cambios a través del tiempo, los cuales financieramente se pueden identificar en sus estados financieros, hasta el momento y después de realizar un análisis profundo se puede identificar falta de constancia en las variaciones de sus indicadores, esto derivado de la reestructuración corporativa que la empresa sufrió en el año 2011. A partir de ello, se decide plantear estrategias que permitan normalizar indicadores, implementar políticas de funcionamiento, reestructuración de deudas, y aplicación de nuevas estrategias todas dirigidas a la generación de valor de la compañía.

Como resultado de todo el trabajo de recopilación de datos, análisis de cifras, proyección de resultados y evaluación de riesgos, se obtiene un modelo financiero en Excel que permitirá la adecuada adopción e implementación de medidas que claramente dará las herramientas a los socios para concentrar todos sus esfuerzos en la maximización de valor.

### **3. Metodología**

La metodología de trabajo propuesta para la consecución del logro de los objetivos se concentró en 5 fases, resumidas así:

#### **3.1 Fase 1. Recolección de información y entendimiento de la empresa**

Esta fase involucró actividades que estuvieron enfocadas en la investigación, indagación y reconocimiento de la empresa Palmeras del Llano S.A., las cuales dieron como resultado la recolección de datos legales, financieros, históricos, estadísticos, entre otros, que acompañados de visitas programadas a las instalaciones administrativas ubicadas en Bogotá, hicieron más tangible la identificación de aspectos de carácter cuantitativo y cualitativo presentes en el desarrollo de la actividad económica de la compañía.

**3.1.1 Levantamiento de información legal y financiera.** Mediante el acceso a la información financiera, administrativo y operativa de la compañía fue posible obtener copia de los Estados Financieros de la compañía debidamente certificados y dictaminados para los años terminados en 2011, 2012, 2013, 2014, 2015 y Estados Financieros de período intermedio con corte a Junio de 2016.

Por su parte, se recibió la documentación relacionada con la constitución y representación legal de la compañía debidamente certificada por la Cámara de Comercio de Bogotá. También fueron suministrados archivos en Excel con cálculos de históricos de precios, costo de ventas, costos por hectárea, nómina, organigrama, productividades de cultivos, etc., los cuales facilitaron la interpretación y entendimiento detallado de algunas partidas encontradas en los Estados Financieros que no contaban con la suficiente ampliación de información dentro de las notas explicativas.

**3.1.2 Visita de presentación y acercamiento inicial.** Durante la visita de presentación se realizaron y firmaron algunos acuerdos de confidencialidad entre las partes y se acordaron compromisos de entrega y recepción de información, así como se anunció la elaboración y divulgación del cronograma de actividades para el desarrollo del trabajo de proyección social de acuerdo a los lineamientos de la universidad y a disposición del personal que por parte de la empresa estuvo encargado del suministro de la información y la aclaración de inquietudes a lo largo del proceso de valoración.

## **3.2 Fase 2. Diagnóstico financiero**

Haciendo uso de la información obtenida, en esta fase el trabajo estuvo determinado por el análisis de los datos más relevantes dentro de los Estados Financieros de la organización para los años 2011 a 2015. Este análisis permitió el cálculo de indicadores relacionados con los inductores de valor de la empresa como rentabilidad y flujo de caja libre.

**3.2.1 Análisis Financiero inicial.** Dentro del análisis financiero inicial se realizó análisis horizontal y vertical para cada uno de los años involucrados en la información de los años 2011 a 2015. Se trata de un análisis básico en donde se obtienen las variaciones de un año a otro (análisis horizontal), prestando especial atención a las variaciones más representativas, con el fin de identificar su causa e impacto dentro de los Estados Financieros. En lo referente al análisis vertical, se calculan las participaciones de las diferentes partidas que intervienen en los estados financieros dentro del grupo al que pertenecen o desde la partida que se originan, por ejemplo, los clientes sobre el total del activo o la utilidad neta sobre las ventas totales.

Las participaciones permiten identificar desviaciones en la eficiencia de la gestión empresarial, por ejemplo gastos que superen porcentajes aceptables para el resultado de cada ejercicio o márgenes adecuados para el tipo de actividad que se desarrolle.

**3.2.2 Identificación de inductores de valor.** En el proceso de diagnóstico se hizo alusión de diferentes impulsores de valores, como EBITDA, KTNO, PKT, Palanca de Crecimiento, etc., los cuales permiten identificar debilidades y fortalezas de la organización tanto para la generación de caja como para la generación de valor.

Algunas actividades asociadas a la identificación de inductores de valor comprenden los siguientes aspectos:

- Determinación de Indicadores Financieros.
- Análisis de Capital de Trabajo
- Análisis de Rentabilidad
- Determinación de Márgenes de Utilidad
- Análisis de los movimientos de efectivo, tanto a través del presupuesto de tesorería como del flujo de caja.

**3.2.3 Reunión con Dirección Financiera para aprobación de cronograma.** Una de las actividades inherentes al proceso de valoración fue la interacción constante, al menos en la fase inicial, con la Gerencia General y Gerencia Financiera de Palmeras del Llano S.A. con el fin de obtener de primera mano información precisa y detallada, principalmente de carácter cualitativo, que permitió avanzar en el proceso de manera adecuada.

**3.2.4 Visita a plantaciones, planta de producción y refinación.** Uno de los aspectos claves dentro del proceso de conocimiento de la empresa tuvo que ver con la visita guiada a las plantaciones y planta de producción y refinación ubicadas en Acacías, dado que fue posible

obtener información muy de cerca a las diferentes fuentes, convirtiéndose en vital para el desarrollo del presente trabajo teniendo en cuenta que el conocimiento del negocio es uno de los aspectos primordiales a las hora de realizar un proceso de valoración.

**3.2.5 Ajustes iniciales y resultado de visitas.** Luego de la recolección de información inicial y la visita a campo, se cuenta con elementos suficientes para realizar un análisis más profundo de la información recibida y por consiguiente la formulación de estrategias que le permitan a la organización materializar el valor generado en su operación y hacerlo parte de la gestión administrativa.

### **3.3 Fase 3. Definición de estrategias de generación de Valor**

Con ayuda del diagnóstico financiero realizado en la fase 3, se analizaron alternativas que, desde el punto de vista financiero, pueden ayudar significativamente a la empresa en su estrategia de generación del valor que esperan los accionistas.

**3.3.1 Formulación de premisas.** Existe una serie de factores que dentro de una organización pueden convertirse en multiplicadores del valor y otros que simplemente lo deterioran. Para el caso de Palmeras del Llano S.A., cabe resaltar algunos aspectos que se consideran claves tanto para el entendimiento de las variables a tener en cuenta dentro del modelo financiero como para la comprensión de su impacto en el valor de la empresa; estos son:

- La oportunidad de mejora en los indicadores de rotación de cartera por cobrar y por pagar.
- La suspensión temporal de siembras nuevas.
- La reestructuración de deuda financiera

**3.3.2 Medición y análisis de impactos.** Una vez identificados los aspectos que harían parte fundamental de la estrategia o estrategias a implementar en el modelo financiero, se hizo necesario entender su impacto actual y la afectación futura que tendría la empresa de continuar en las condiciones actuales de recaudo de cartera y de pago a proveedores. Así mismo, era urgente la suspensión de siembras nuevas por lo menos mientras la caja de la compañía muestre una recuperación significativa.

Un aspecto que puede ser coadyudante en el mejoramiento de los niveles de caja de la compañía es la reestructuración de la deuda financiera que tiene Palmeras del Llano S.A., pues cuenta con más de 40 créditos de diferentes líneas, que no solo se han adquirido a diferentes tasas y plazos, sino que también están distribuidos en diferentes entidades financieras, haciendo dispendioso su control y gestión. Es posible indicar que la reestructuración podría mejorar sustancialmente el costo del servicio de la deuda y los flujos de caja destinados al cumplimiento periódico de las obligaciones financieras.

### **3.4 Fase 4. Diseño, desarrollo y validación del modelo Financiero en Excel**

Con el fin de proveer a la empresa de una herramienta que permita cuantificar los supuestos que se hagan sobre el futuro, en esta fase se trabajó en la construcción de un modelo financiero en Excel que facilitó el análisis de la situación de la empresa, las proyecciones y la

visualización clara del impacto que causa los aspectos que fueron considerados como relevantes en la estrategia de agregación de valor.

**3.4.1 Montaje información base.** La primera parte del modelo comprende el análisis de la información considerada como base para la elaboración de las proyecciones y los análisis complementarios en el proceso de valoración. Con la información histórica se establecen parámetros relacionados con comportamientos y tendencias de la organización durante los últimos años, así como también se afinaron algunas variables que fueron tomadas como valores de referencia para proyectar Estados Financieros.

**3.4.2 Construcción del modelo financiero.** El modelo financiero está construido a partir de varios aspectos, siendo uno de los más importantes su estructura, El modelo financiero contará con 3 grandes secciones, entrada, proceso y salida. Dentro de la sección de entrada se incorporaron elementos como las rotaciones de las carteras y los indicadores macroeconómicos, variables que ayudarán la modelación de algunas partidas de los Estados Financieros y del Presupuesto de Tesorería.

Dentro las entradas se realizaron también cálculos intermedios relacionados con las depreciaciones y la proyección de las ventas de acuerdo a los niveles de productividad y los cambios en los precios.

Una vez se encontraban incorporadas todas las variables de entrada y realizados los cálculos iniciales, se procedió a pasar a la segunda sección que hace referencia al procesamiento de la información de entrada y su conversión en Estados Financieros proyectados. La proyección se realizó tomando como base los años ya cerrados hasta el 2015 y el primer semestre de 2016, se proyectó el período de Julio a Diciembre de 2016 con periodicidad mensual y los años 2017 a 2021 con presentación anual. Se tuvieron en cuenta variables como IPC y la tasa impositiva vigente.

Una vez proyectados el Balance General y Estado de Resultados, se procedió a elaborar el Presupuesto de Tesorería y el cálculo de las variaciones entre cada uno de los años con ayuda del Estado de Fuentes y Usos.

Al pasar a la sección tres es posible indicar que se trata de la sección que arrojó los resultados del modelo, es allí donde se calcularon las variaciones en capital de trabajo y en capex, que sirvieron como insumo vital para la elaboración del flujo de caja. Derivado de todo lo anterior, se realizó el cálculo de los indicadores financieros que entregaron herramientas pertinentes para la toma de decisiones y que actúan como impulsores en la generación de valor para la compañía. No se pretendía abordar indicadores que tuvieran un carácter más contable que financiero, de lo que se trató fue hallar un equilibrio para el fácil entendimiento de cualquier lector.

En la última parte del modelo se realizaron los cálculos inherentes a determinar el costo de capital y el valor de la empresa.

### 3.5 Fase 5. Sustentación del trabajo ante la empresa y ante el jurado de la Universidad.

Por último, en esta fase se proyectó cronológicamente la entrega, sustentación y presentación final del resultado de las anteriores fases.

## 4. Resultados

El proceso de valoración de Palmeras del Llano involucró una serie de aspectos que hicieron extenso y complejo dicho proceso, sin embargo, una vez se contó con el entendimiento suficiente del negocio y de los procesos que allí convergen, fue posible determinar con cierto grado de certeza el tipo de problemas que presenta la compañía y que desde la administración financiera pueden tener especial atención.

La valoración consta de varios pasos que fueron detallados en el cuerpo de este trabajo de proyección social, pero que pueden ser resumidos de la siguiente manera:

En primer lugar se tiene un diagnóstico de la situación financiera que presentaba Palmeras del Llano S.A. hacia Diciembre 31 de 2015, seguido a esto, se realizó la proyección de 5 años y medio a partir de Julio de 2016. Una vez revisadas las proyecciones se llega al flujo de caja, con el que se determinan los diferentes flujos futuros que recibiría la organización de darse el escenario propuesto y los supuestos asumidos.

Con el cálculo de los flujos sumado al cálculo del costo de la deuda y el costo de los recursos propios, es posible determinar el valor presente de dichos flujos, los cuales sumados indican el valor de Palmeras del Llano S.A. a la fecha, considerando distintas variables y adoptando estrategias que evidencian a través del modelo el aumento del valor de la empresa con su implementación para los años proyectados.

### 4.1 Recomendaciones

PROBLEMA	ESTRATEGIA
El principal problema detectado a partir de la información financiera suministrada por Palmeras del Llano SA obedece a la falta de liquidez y por consiguiente a un flujo de caja deficitario, a pesar de contar con niveles de ventas	<ul style="list-style-type: none"><li>• Se hace necesario mejorar la gestión de recaudo y pago de cartera, ya que derivado de rotaciones tan altas el flujo de caja se ve seriamente impactado.</li><li>• La inversión en siembra de cultivos para</li></ul>



satisfactorios y utilidades que en promedio superan el 15% de los ingresos anuales, la naturaleza propia del negocio, la débil gestión de cartera y las altas inversiones, dificultan el retorno de los recursos invertidos en un menor tiempo, lo que obliga a incurrir en financiación de largo plazo y a un alto costo, lo cual permanentemente conlleva a la destrucción de valor.	<p>reposición o nuevas siembras impacta significativamente el flujo de caja, más aun contemplando que el retorno de dicha inversión inicia aproximadamente a los 5 años en una mínima proporción y solo hasta el año 20 en mayor proporción. Por lo anterior se recomienda suspender temporalmente las siembras nuevas con el fin de aprovechar la maduración de las siembras en crecimiento, mejorando así la eficiencia en el flujo de caja.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Una reestructuración de deuda como oportunidad de mejora en la gestión financiera de la organización</li> </ul>
--	---

Tabla 17 – Problema y estrategia identificado a partir de los hallazgos del diagnóstico financiero para los años 2012 a 2015. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

## 4.2 Supuestos Macroeconómicos

Para la elaboración del modelo financiero se consultaron fuentes de confiabilidad para el uso de variables macroeconómicas y microeconómicas que permitieran la proyección adecuada de las cifras dentro del modelo según el comportamiento del mercado y pronósticos desarrollados por entidades tales como el Banco de la Republica, el DANE, Damodaran, entre otras.

INDICADORES ECONÓMICOS (MACRO Y MICRO)	2011	2012	2013	2014	2015
Tasa impositiva	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	34.0%
Inflación real y proyectada (Fuentes: Banrep/Forecast Jul 16)	3.70%	2.40%	1.90%	3.70%	6.80%
Tasa Libre de Riesgo (Fuente: Banrep)	4.75%	4.25%	3.25%	4.50%	5.75%
Beta sector Agrícola (Fuente: Damodaran)	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
Tasa de rentabilidad para los accionistas	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Depreciación Edificios (20 años)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Depreciación Muebles y Enseres, Maquinaria y Equipo (10 años)	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Depreciación Vehículos y Equipos de Cómputo (5 años)	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
Depreciación Vehículos y Equipos de Cómputo (5 años)	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

Tabla 18 – Indicadores económicos (Macro y Micro). Fuente: Elaboración propia con datos tomados de Banrep, Dane y Damodaran.

### 4.3 Supuestos para la proyección de los Estados Financieros

Para la proyección del Balance General y Estados de Resultados de Palmeras del Llano S.A. de los años 2016 a 2021, se tuvo en cuenta la siguiente información:

**4.3.1 Proyección de ventas.** En lo referente a la proyección de ventas, se realizó el cálculo del nivel de participación de cada uno los productos que se elaboran a través del proceso productivo de Palmeras del Llano S.A. Para éste cálculo se tomó la información histórica y se estimó su participación porcentual mediante la ponderación de las participaciones de los productos analizados para las ventas registradas durante los últimos 5 años.

PRODUCTO/SERVICIO	% PARTICIPACIÓN
FRUTO DE PALMA	49%
ACEITE DE PALMA (GRAVADO)	10%
ACEITE DE PALMA (EXENTO)	10%
ACEITE DE PALMISTE	8%
HARINA DE PALMISTE	6%
MAQUILA	17%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>

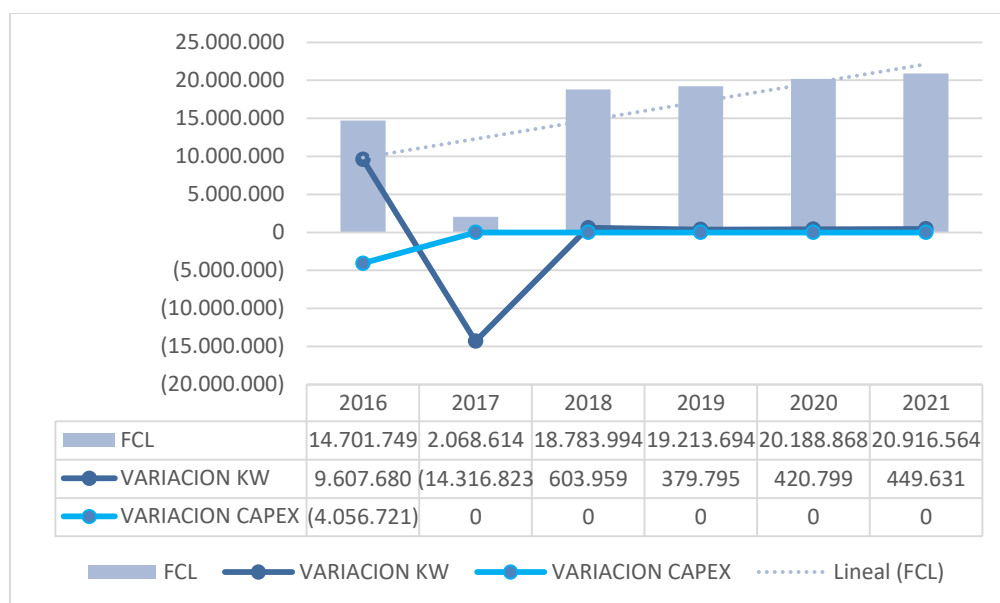
*Tabla 19 – Participación porcentual de productos dentro de las ventas totales. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.*

**4.3.2 Proyección de las productividades de cultivo.** Para determinar la productividad de cada una de las siembras se elaboró una matriz que permitió identificar el nivel de producción que ha alcanzado cada cultivo teniendo en cuenta la fecha en que fue sembrado. El histórico de productividad de cada siembra permitió modelar un patrón de comportamiento para medir los cambios en el nivel de producción durante proceso de desarrollo de la palma, teniendo en cuenta la fecha de siembra, su baja producción durante los primeros 2 o 3 años, el alcance de su producción máxima sobre los 20 años y la reducción significativa de su productividad entre los 30 y 40 años, edad en la cual la palma cumple su ciclo de vida.

Una vez se determinó la productividad promedio se aplicó la distribución de acuerdo a la participación de los productos en las ventas anuales.

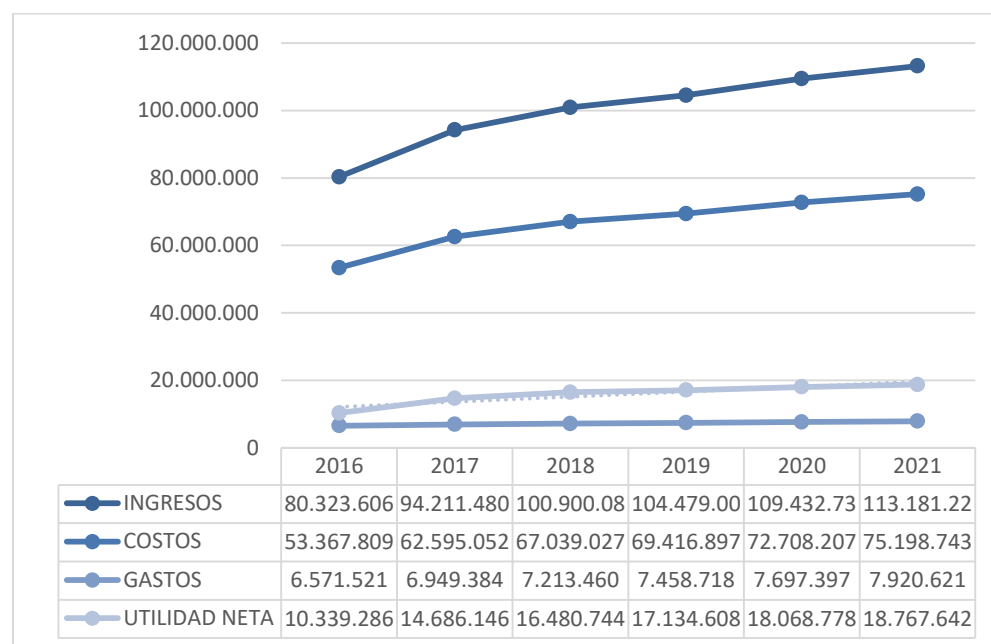
### 4.4 Flujo de Caja Proyectado

Para la proyección del flujo de caja se tomó como base el Balance General real y proyectado y se estableció la debida correlación entre las partidas del Balance y del Estado de Resultados de acuerdo a principios de partida doble de carácter contable. La correlación de los dos Estados Financieros estuvo armonizada por el comportamiento del presupuesto de tesorería, el cual se encuentra formulado de manera que la organización puede identificar el momento adecuado en donde se deban realizar inversiones temporales y/o créditos.



*Ilustración 10 – Flujo de caja proyectado 2016-2021. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.*

#### 4.5 Estado de Resultados Proyectado



*Ilustración 11 – Estado de Resultados Proyectado 2016-2021. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.*

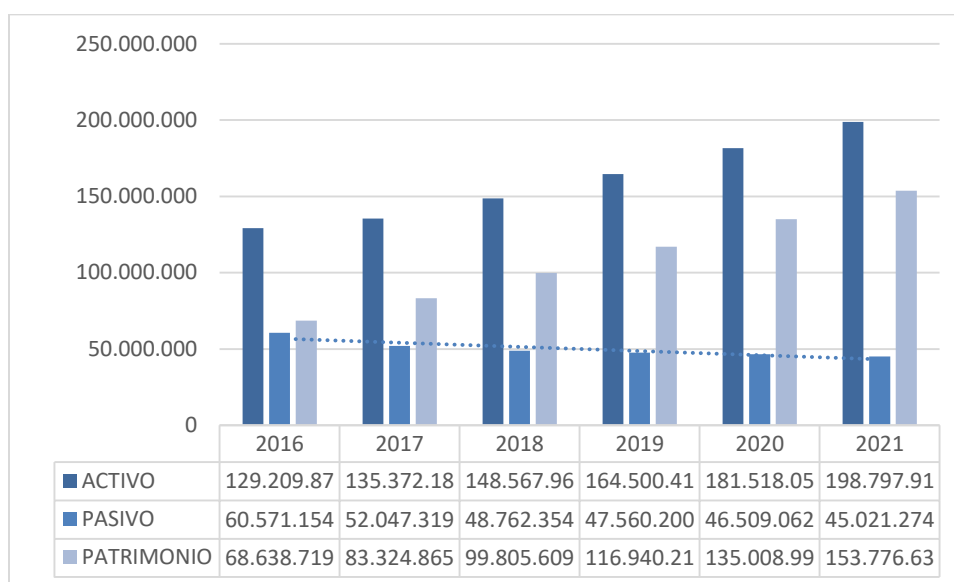
El Estado de Resultados proyectado fue elaborado cumpliendo con las características y requerimientos propios del presente modelo financiero. Se consideraron variables como la inflación para el incremento de los gastos operacionales de administración y de ventas, el costo

de ventas se calcula como una constante del 66.44% de las ventas, debido a que resultó algo dispendioso el entendimiento de la composición interna del costo de ventas.

También se hizo uso de variables como los porcentajes de depreciación y amortización de la propiedad, planta y equipo; dicha depreciación y amortización fueron calculadas en operaciones intermedias dentro del modelo.

Otros cálculos asociados al Estados de Resultados tienen que ver la elaboración de tablas de amortización de los créditos y de los deudores a largo plazo, de allí se extrajeron los datos que tienen que ver con los ingresos y gastos no operacionales.

#### 4.6 Balance General Proyectado



*Ilustración 12 – Balance General Proyectado. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.*

Para la proyección del Balance General se tomaron las diferentes rotaciones tanto de carteras como de inventarios para identificar el comportamiento de los deudores y proveedores. Para el correcto funcionamiento del modelo se correlacionaron las partidas del balance con el movimiento del presupuesto de tesorería, permitiendo una dinámica correcta del modelo, integrando todos los resultados al Balance General durante los años proyectados de 2017 a 2021.

#### 4.7 Indicadores financieros proyectados

Los indicadores usados tanto para el análisis financiero de la información histórica como para la proyección, corresponden a los más representativos dentro del sinnúmero de indicadores que ofrece la técnica contable y financiera, sin embargo este trabajo buscar brindar información acerca del valor de Palmeras del Llano S.A. a partir de la interpretación de aquellos índices que guardan especial importancia frente al comportamiento y tendencias de las cifras que muestra la empresa, derivadas del tipo de negocio, del mercado, del sector económico en donde se ubica y del entorno en general .

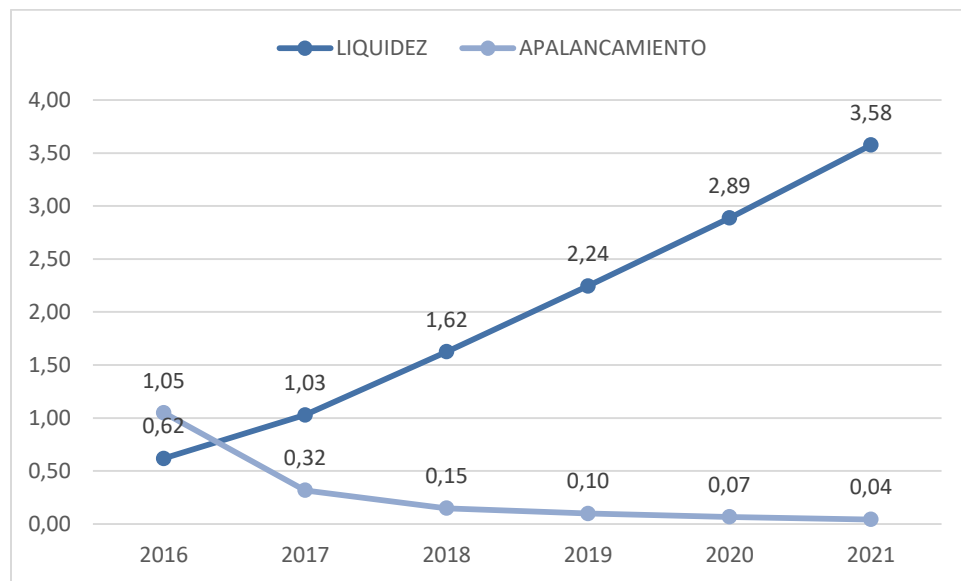


Ilustración 13 – Indicadores financieros de liquidez y apalancamiento proyectados. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

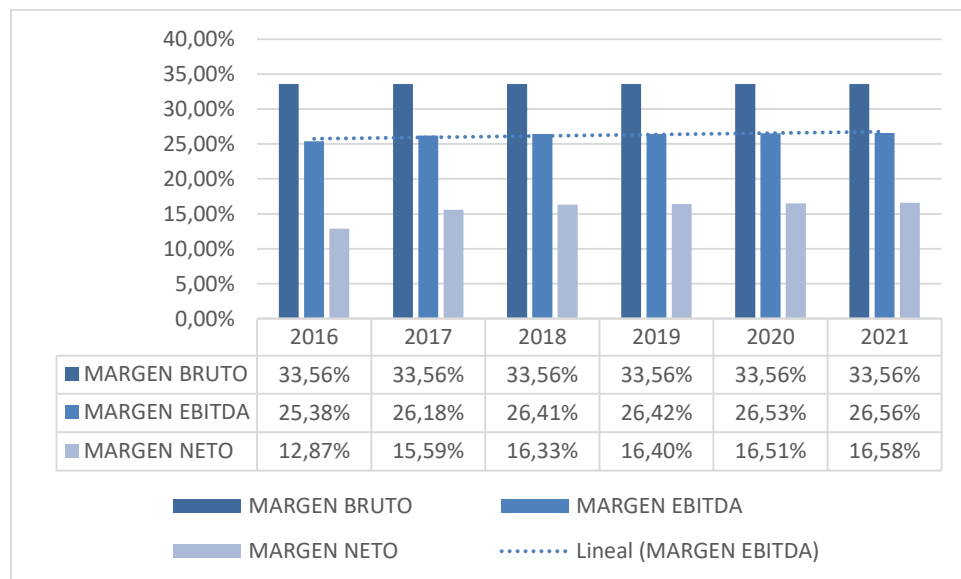


Ilustración 14 – Indicadores financieros Margen bruto, Ebitda y Neto proyectado. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

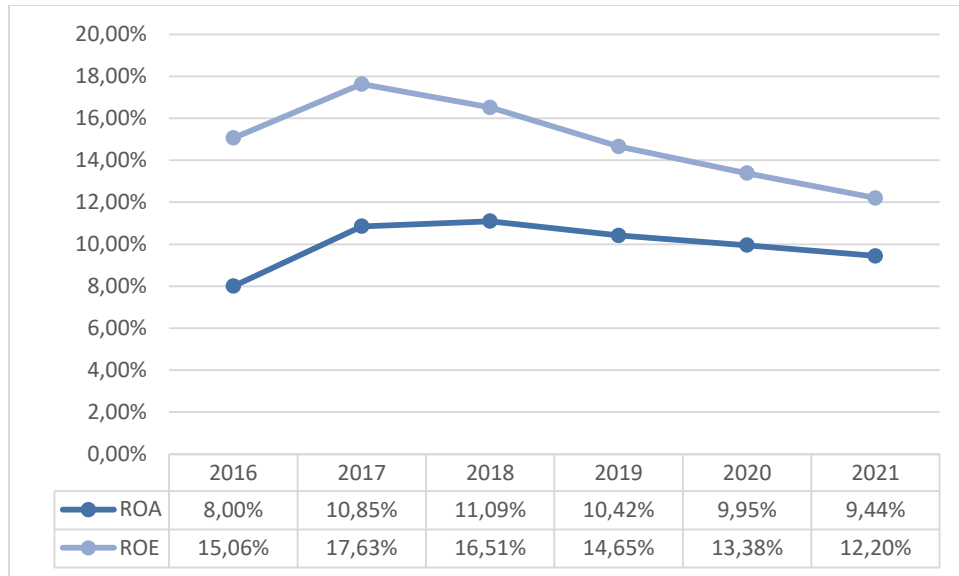


Ilustración 15 – Indicadores financieros ROA y ROE proyectados. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

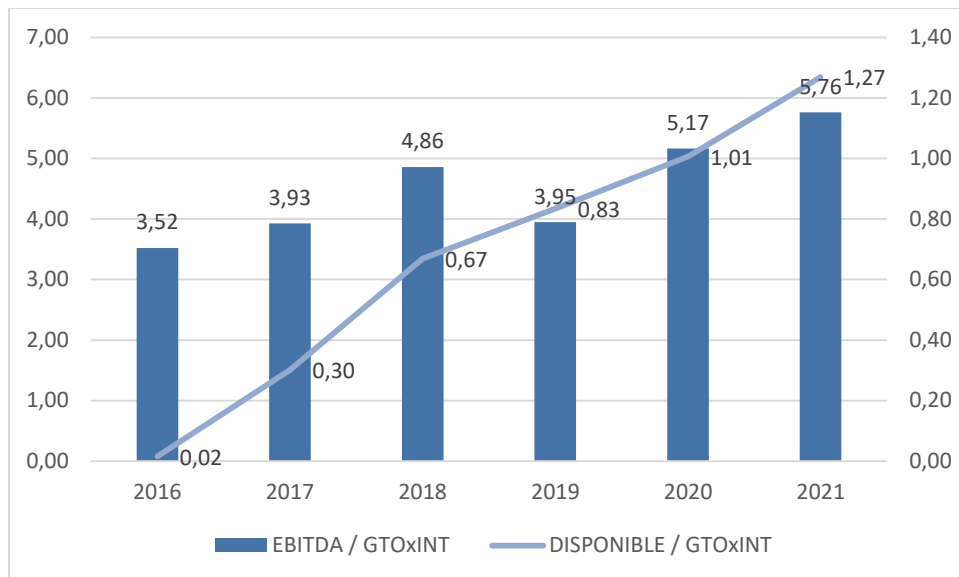


Ilustración 16 – Indicadores financieros de cobertura de servicio de la deuda proyectados. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.

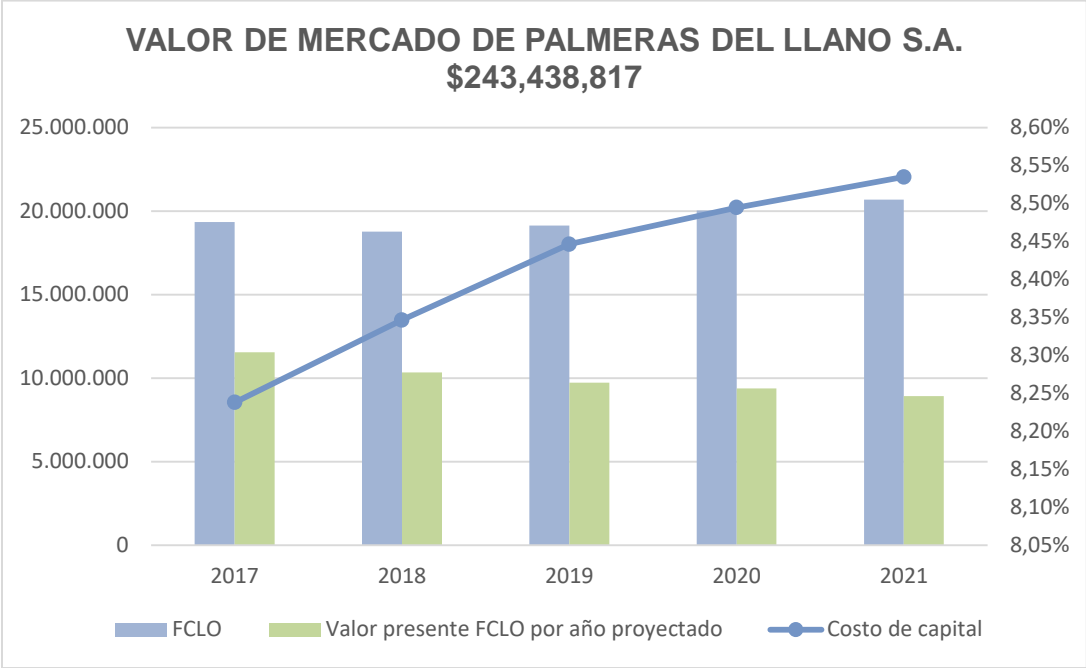
#### 4.8 Valor de Mercado de Palmeras del Llano S.A.

El valor de mercado de la empresa fue calculado usando la suma total del valor presente de los flujos futuros y sumado al valor terminal. Al tomar el valor del último flujo de caja libre operativo y con ayuda del último WACC conocido y un gradiente que determina la tasa de crecimiento del FCLO, se halla el valor terminal por el método de crecimiento constante.

Una vez se tiene el valor de mercado de la empresa, es posible determinar el valor de mercado del Patrimonio al último cierre de Estados Financieros reales, posteriormente, se realiza

la comparación con el Patrimonio contable y se calcula la revalorización resultante de la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable del Patrimonio.

Por último, es posible determinar si el valor de mercado por acción comparado con el valor contable y aplicando la fórmula de la Q de Tobin, está sobrevalorando o subvalorando la acción de Palmeras del Llano S.A.



*Ilustración 17 - Valor de la empresa por descuento de flujos y con valor terminal calculado por el método de crecimiento constante. Fuente: Elaboración propia con datos suministrados por Palmeras del Llano S.A.*

## **5. Conclusiones**

Al evaluar los indicadores financieros actuales y los proyectados de la compañía se puede concluir que en la estructura de la empresa está destruyendo valor pero que debido al déficit de liquidez que presenta la compañía derivada del tipo de negocio que desarrollan.

Se determinó que la empresa presenta indicadores que evidencian una falta de liquidez bastante importante lo cual los ha obligado a adquirir crédito a tasas muy altas, incluso a tener un número importante de créditos que no solo generan desgaste en la tesorería para su control, sino que también operativamente representan reto mayor para la planeación financiera.

Mediante el modelo financiero se concluye que existe una serie de partidas que reflejan el impacto que generan variables tanto internas como externas en la creación de valor; una de estas variables es sin lugar a dudas la gestión de cartera tanto por cobrar como pagar, se debe realizar un estricto acompañamiento al desempeño de las áreas que intervienen en esta gestión con el fin de garantizar la generación de valor y su maximización en el tiempo.

La suspensión temporal de siembras nuevas va a refrescar el flujo de caja en gran medida y con una buena planeación financiera es posible llevar a la compañía a niveles de caja que le permitan tener el disponible suficiente para apalancar sus necesidades de capex y cobertura del servicio de la deuda.

La estructura de capital permite identificar que existe una fuerte participación de la deuda financiera dentro del costo del capital, la compañía se encuentra apalancado casi en su totalidad por deudas con los bancos. Este mecanismo de financiación es por demás más barato frente al endeudamiento con socios, pero debe ser muy bien administrado y si se hace necesario reestructurar la deuda puede ser una opción que pueda tomar la compañía para disminuir los costos asociados a la financiación con entidades financieras.



## **6. Recomendaciones**

Es importante reevaluar el modelo de negocio que se diseñó para el tratamiento de las empresas que conforman el grupo en donde tienen injerencia los accionistas de Palmeras del Llano S.A., pues debido a la deficiente rotación de cartera con el cliente que representa el 75% de las ventas, existe un alto impacto en la caja de manera negativa, lo cual obliga a la dirección financiera a tomar alternativas de crédito que no solo destruyen valor sino que también aumentan excesivamente los gastos financieros.

La permanente inversión por siembras nuevas y por reposición impactan de manera importante el flujo de caja, por lo que de acuerdo a los resultados obtenidos del modelo financiero en Excel, la caja se encuentra constantemente en déficit debido a este tipo de esfuerzos, por tanto se recomienda replantear la estructura o el plan de inversión en esta materia con el único fin de aliviar la caja y planear de mejor manera la colocación de fondos futuros destinados a plantaciones nuevas, por ejemplo haciendo temporalmente reposición parcial de cultivos que finalicen su vida productiva y reforzar las tareas de mantenimiento de la productividad de aquellos cultivos que están en etapa de crecimiento o que ya se encuentran en su momento de máxima producción. Esto daría un período de tiempo de suspensión de salida excesiva de flujos, dando lugar a la revisión de aspectos como el mejoramiento en la eficiencia de la cartera y una posible reestructuración de la deuda para bajar su costo.

## 7. Bibliografía

ALVAREZ GONZÁLEZ, A. (2003). *EL ENTORNO ECONÓMICO. CÓMO ENTENDERLO Y ANTICIPAR SU EVOLUCIÓN*. RA-MA EDITORIAL.

BLOCK, S. B., & HIRT, G. A. (2001). *FUNDAMENTOS DE GERENCIA FINANCIERA*. BOGOTÁ, COLOMBIA: MCGRAW HILL.

BLOCK, S. B., HIRT, G. A., & DANIELSEN, B. R. (2013). *FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA*. México: MCGRAW HILL.

BREALEY, R. A., MYERS, S. C., & ALLEN, F. (2015). *PRINCIPIOS DE FINANZAS CORPORATIVAS*. MÉXICO: MC GRAW HILL.

CENIPALMA. (2017). [www.cenipalma.org](http://www.cenipalma.org). Obtenido de [www.cenipalma.org/buenas-practicas-de-manejo](http://www.cenipalma.org/buenas-practicas-de-manejo)

CRUZ, J. S., VILLAREAL, N. J., & ROSILLO, J. (2002). *FINANZAS COPORATIVAS Valoración, Política de Financiamiento y Riesgo*. Bogota: INTERNATIONAL THOMSON EDITORES, S.A. DE C.V.

FAO. (2017). [www.fao.org](http://www.fao.org). Obtenido de [www.fao.org](http://www.fao.org): <http://www.fao.org/faostat/es/#home>

FEDEPALMA. (2016). [www.fedepalma.org](http://web.fedepalma.org/). Obtenido de [www.fedepalma.org](http://web.fedepalma.org/): <http://web.fedepalma.org/>

FERNÁNDEZ, P. (2005). *VALORACIÓN DE EMPRESAS*. BARCELONA: EDICIONES GESTIÓN 2000.

GARCÍA SERNA, O. L. (2009). *ADMINISTRACIÓN FINANCIERA Fundamentos y Aplicaciones*. Cali: Prensa Moderna Impresores S.A.

GARCÍA SERNA, O. L. (06 de 06 de 2016). [www.oscarleongarcia.com](http://www.oscarleongarcia.com). Obtenido de [www.oscarleongarcia.com](http://www.oscarleongarcia.com): <http://www.oscarleongarcia.com/site/documentos/complem02ed4revisiiondelosEEFF.pdf>

GRUPO DÁVILA & DÁVILA. (2017). [www.grupodaviladavila.com](http://www.grupodaviladavila.com). Obtenido de [www.grupodaviladavila.com](http://www.grupodaviladavila.com): [http://www.grupodaviladavila.com/es/content/departamento-de-produccion\\_14.html](http://www.grupodaviladavila.com/es/content/departamento-de-produccion_14.html)

GUTIÉRREZ CARMONA, J. (2008). *MODELOS FINANCIEROS CON EXCEL Herramientas para la toma de decisiones empresariales*. Bogotá: Ecoe Ediciones.

INFANTE VILLAREAL, A. (1988). *EVALUACIÓN FINANCIERA DE PROYECTOS DE INVEERSIÓN*. Bogotá: Ediorial Norma S.A.

LÓPEZ DUMRAUF, G. (2013). *FINANZAS CORPORATIVAS: un enfoque latinoamericano*. Buenos Aires: Grupo Editor Argentino.

OCAMPO FLOREZ, E. D. (2005). *ADMINISTRACIÓN FINANCIERA Base para la toma de decisiones económicas y financieras*. Bogotá: Nueva Legislación Ltda.

ORTEGA, R. (06 de 10 de 2005). [www.dinero.com](http://www.dinero.com). Obtenido de [www.dinero.com](http://www.dinero.com): <http://www.dinero.com/edicion-impresia/finanzas/articulo/administracion-basada-valor/27831>

PALMERAS DEL LLANO S.A. (2014). [www.palmar.com.co](http://www.palmar.com.co). Obtenido de [www.palmar.com.co](http://www.palmar.com.co): <http://palmar.com.co/vision.html>

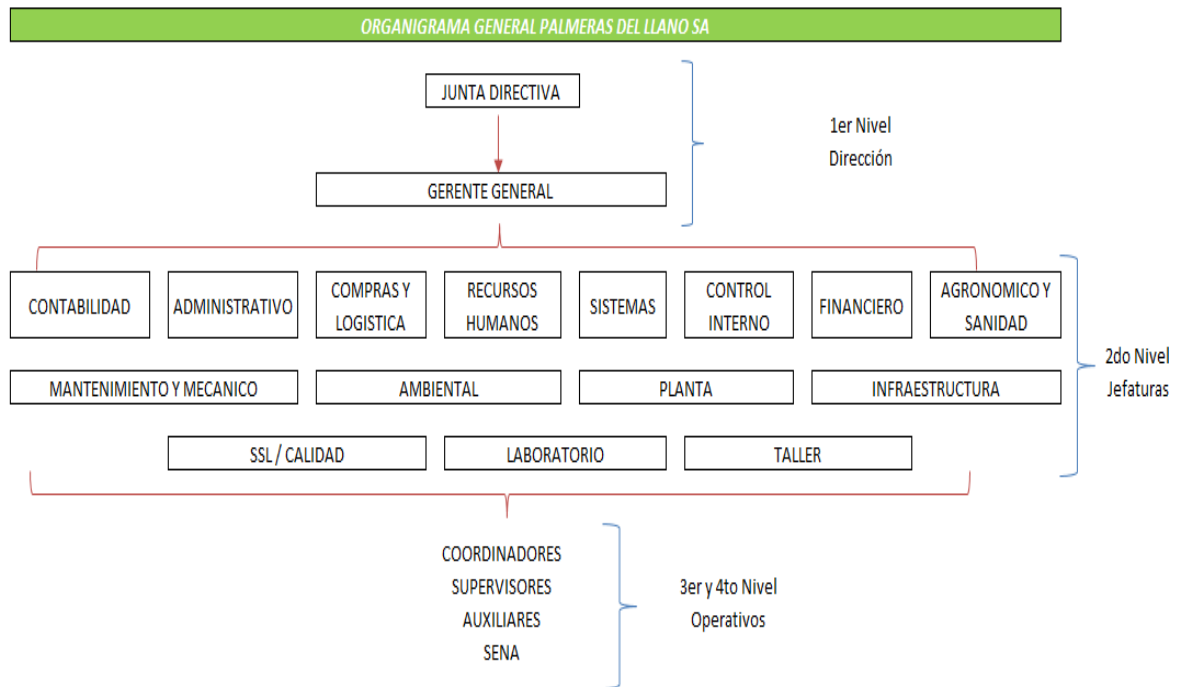
POLIMENI, R. S., FABOZZI, F. J., ADELBERG, A. H., & KOLE, M. A. (1994). *CONTABILIDAD DE COSTOS*. Bogotá: MCGRAW HILL.

SISPAWEB.FEDEPALMA. (2017). [www.sispaweb.fedepalma.org](http://www.sispaweb.fedepalma.org). Obtenido de [www.sispaweb.fedepalma.org](http://www.sispaweb.fedepalma.org): <http://sispaweb.fedepalma.org/SitePages/Home.aspx>

SPOSITO, S. (06 de 06 de 2016). *www.simonsposito.com*. Obtenido de *www.simonsposito.com*: <http://www.simonsposito.com/modelaje-financiero.html>

## 8. Anexos

### 8.1 Organigrama PALMERAS DE LLANO S.A.



## 8.2 Consolidado de nómina anual a diciembre de 2015.

Nómina 2015		ANUAL		
Cargos	No. Personas en el Cargo	Salario 2015	Carga Prestacional	Total Salario 2015
ANALISTA AGRONOMI	1	\$ 14,480,229	\$ 4,344,069	\$ 18,824,297
ANALISTA DE LABORATORIO	1	\$ 15,225,322	\$ 4,567,596	\$ 19,792,918
APLICADOR SANIDAD	43	\$ 10,043,873	\$ 3,013,162	\$ 13,057,035
APRENDIZ PRODUCTIVA	18	\$ 7,732,200	\$ 2,319,660	\$ 10,051,860
ASISTENTE DE FACTURACION Y CARTERA	1	\$ 14,694,972	\$ 4,408,492	\$ 19,103,463
ASISTENTE DE TESORERIA	1	\$ 14,694,972	\$ 4,408,492	\$ 19,103,463
AUX MTO REFINERIA Y EXTRACCION	6	\$ 9,279,598	\$ 2,783,879	\$ 12,063,477
AUX ADMITIVO DE MANTENIMIENTO	1	\$ 11,943,780	\$ 3,583,134	\$ 15,526,914
AUXILIAR ARCHIVO	2	\$ 8,976,176	\$ 2,692,853	\$ 11,669,029
AUXILIAR COMPRAS Y LOGISTICA	5	\$ 15,707,793	\$ 4,712,338	\$ 20,420,131
AUXILIAR ADMINISTRATIVA TALLER AG	1	\$ 14,480,214	\$ 4,344,064	\$ 18,824,279
AUXILIAR AMBIENTAL	1	\$ 9,279,585	\$ 2,783,875	\$ 12,063,460
AUXILIAR CONTABLE	3	\$ 14,361,732	\$ 4,308,520	\$ 18,670,252
AUXILIAR DE ALMACEN	3	\$ 14,480,225	\$ 4,344,067	\$ 18,824,292
AUXILIAR DE CALIDAD	1	\$ 11,103,698	\$ 3,331,109	\$ 14,434,807
AUXILIAR DE CONTROL INTERNO	2	\$ 14,480,226	\$ 4,344,068	\$ 18,824,294
AUXILIAR DE COSTOS	2	\$ 14,480,218	\$ 4,344,065	\$ 18,824,284
AUXILIAR DE MANTENIMIENTO	1	\$ 9,279,600	\$ 2,783,880	\$ 12,063,480
AUXILIAR DE SEGURIDAD Y S L	4	\$ 11,379,929	\$ 3,413,979	\$ 14,793,908
AUXILIAR DE SERVICIOS GENERALES	4	\$ 10,267,619	\$ 3,080,286	\$ 13,347,905
AUXILIAR DE SISTEMAS	1	\$ 14,480,235	\$ 4,344,071	\$ 18,824,306
AUXILIAR LABORATORIO	4	\$ 9,279,585	\$ 2,783,876	\$ 12,063,461
AUXILIAR RRHH	6	\$ 14,480,223	\$ 4,344,067	\$ 18,824,290
AUXILIAR TALLER AGRICOLA	10	\$ 11,610,771	\$ 3,483,231	\$ 15,094,002
CONDUCTOR	4	\$ 15,632,634	\$ 4,689,790	\$ 20,322,425
CONDUCTOR ADMINISTRATIVO	1	\$ 13,116,996	\$ 3,935,099	\$ 17,052,095
COORD. DE COSTOS Y PRESUPUESTO	1	\$ 24,000,000	\$ 7,200,000	\$ 31,200,000
COORD. SEGURIDAD Y SALUD LABORAL	1	\$ 27,600,000	\$ 8,280,000	\$ 35,880,000
COORD.RECURSOS HUMANOS	1	\$ 24,321,600	\$ 7,296,480	\$ 31,618,080
COORDINADOR AGRONOMO	1	\$ 27,969,840	\$ 8,390,952	\$ 36,360,792
COORDINADOR AMBIENTAL	1	\$ 27,743,248	\$ 8,322,974	\$ 36,066,223
COORDINADOR CONTABLE	1	\$ 24,000,000	\$ 7,200,000	\$ 31,200,000
COORDINADOR DE CALIDAD	1	\$ 21,600,000	\$ 6,480,000	\$ 28,080,000
COORDINADOR DE SISTEMAS	1	\$ 24,321,600	\$ 7,296,480	\$ 31,618,080
ELECTRICISTA TALLER AGRICOLA	2	\$ 15,953,726	\$ 4,786,118	\$ 20,739,844
ELECTROMECHANICO	3	\$ 14,783,808	\$ 4,435,142	\$ 19,218,951
ENCARGADO GANADERIA	1	\$ 14,450,176	\$ 4,335,053	\$ 18,785,229
GERENTE	1	\$ 144,000,000	\$ -	\$ 144,000,000
JEFE ADMINISTRATIVA	1	\$ 39,430,004	\$ 11,829,001	\$ 51,259,005
JEFE DE COMPRAS Y LOGISTICA	1	\$ 39,430,001	\$ 11,829,000	\$ 51,259,001
JEFE DE CONTABILIDAD	1	\$ 100,518,600	\$ -	\$ 100,518,600
JEFE DE CONTROL INTERNO	1	\$ 38,199,955	\$ 11,459,986	\$ 49,659,941
JEFE DE INFRAESTRUCTURA	1	\$ 39,429,994	\$ 11,828,998	\$ 51,258,992
JEFE DE PLANTA	1	\$ 39,430,001	\$ 11,829,000	\$ 51,259,001
JEFE DE RECURSOS HUMANOS	1	\$ 39,429,994	\$ 11,828,998	\$ 51,258,992

JEFE DE SANIDAD	1	\$	39,430,004	\$	11,829,001	\$	51,259,005
JEFE DE SISTEMAS	1	\$	49,558,644	\$	14,867,593	\$	64,426,237
JEFE FINANCIERO	1	\$	46,442,400	\$	13,932,720	\$	60,375,120
MECANICO MTO REFINERIA Y EXTRACCION	2	\$	15,837,360	\$	4,751,208	\$	20,588,568
MECANICO TALLER AGRICOLA A	1	\$	20,445,187	\$	6,133,556	\$	26,578,743
MECANICO TALLER AGRICOLA B	6	\$	15,274,609	\$	4,582,383	\$	19,856,991
MENSAJERO	1	\$	13,024,476	\$	3,907,343	\$	16,931,819
MENSAJERO ADMINISTRATIVO	1	\$	9,181,896	\$	2,754,569	\$	11,936,465
MENSAJERO COMPRAS Y LOGISTICA	1	\$	13,024,480	\$	3,907,344	\$	16,931,824
MONITOR SANIDAD	17	\$	11,365,507	\$	3,409,652	\$	14,775,159
OFICINISTA RRHH	7	\$	11,802,990	\$	3,540,897	\$	15,343,887
OFICIOS VARIOS	4	\$	10,215,818	\$	3,064,745	\$	13,280,563
OFICIOS VARIOS CAMPO	6	\$	9,279,597	\$	2,783,879	\$	12,063,476
OFICIOS VARIOS FABRICA	41	\$	10,211,010	\$	3,063,303	\$	13,274,313
OPERARIO DE LABORES MTO AGRONOMICO	325	\$	9,244,864	\$	2,773,459	\$	12,018,323
OPERARIO DE MAQUINARIA							
INFRAESTRUCT	31	\$	13,404,241	\$	4,021,272	\$	17,425,514
OPERARIO MAQUINARIA Y EXTRACCION	11	\$	10,286,924	\$	3,086,077	\$	13,373,002
OPERARIO PINTOR	1	\$	15,044,945	\$	4,513,483	\$	19,558,428
OPERARIO REFINERIA	4	\$	9,279,592	\$	2,783,878	\$	12,063,470
OPERARIO SANIDAD	4	\$	9,279,597	\$	2,783,879	\$	12,063,476
OPERARIOS DE EXTRACCIÓN	28	\$	10,281,129	\$	3,084,339	\$	13,365,468
PLANEADOR MTO REFINERIA Y EXTRACCIO	1	\$	9,279,593	\$	2,783,878	\$	12,063,471
REVISOR AGRONOMICO	12	\$	13,448,264	\$	4,034,479	\$	17,482,743
SECRETARIA DE GERENCIA	1	\$	14,694,972	\$	4,408,492	\$	19,103,463
SOLDADOR A MTO REFI Y EXTRACCION	2	\$	15,008,160	\$	4,502,448	\$	19,510,608
SOLDADOR B MTO REFINERIA Y EXTRACCI	1	\$	13,024,464	\$	3,907,339	\$	16,931,803
SOLDADOR TALLER AGRICOLA	7	\$	15,133,470	\$	4,540,041	\$	19,673,511
SUPERVISOR AGRONOMICO	6	\$	15,309,865	\$	4,592,959	\$	19,902,824
SUPERVISOR DE EXTRACCION	4	\$	15,247,047	\$	4,574,114	\$	19,821,162
SUPERVISOR ENCARGADO AGRONOMICO	2	\$	15,172,693	\$	4,551,808	\$	19,724,500
SUPERVISOR MTO REFI Y EXTRACCION	1	\$	18,009,627	\$	5,402,888	\$	23,412,515
SUPERVISOR REFINERIA	3	\$	16,868,713	\$	5,060,614	\$	21,929,327
SUPERVISOR TALLER AGRICOLA	3	\$	17,839,006	\$	5,351,702	\$	23,190,708
VAQUERO	1	\$	10,761,627	\$	3,228,488	\$	13,990,115
Total general	687	\$	1,593,297,722	\$	404,633,737	\$	1,997,931,459